



Nelson Rodrigues da Silva

# FUSÕES: UMA ANÁLISE MULTIDISCIPLINAR

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do grau de Mestre

Setembro de 2013



UNIVERSIDADE DE COIMBRA





• U C •

FEUC

FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Nelson Rodrigues da Silva

# FUSÕES: UMA ANÁLISE MULTIDISCIPLINAR

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças apresentada à  
Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do  
grau de Mestre

Orientadora: Prof. Doutora Ana Maria Gomes Rodrigues

Coimbra, 2013



*À memória do meu pai.*

*Crescer, desenvolver-se e aperfeiçoar-se é objetivo não apenas dos seres humanos mas também das organizações que eles conceberam para concretizar aquilo que, individualmente, mesmo imbuídos de uma forte capacidade de liderança, dificilmente conseguiriam.*

*Barata (2002: 27)*



## **AGRADECIMENTOS**

À Professora Doutora Ana Maria Rodrigues que amavelmente aceitou orientar-me nesta jornada. Obrigado pelas valiosas e preponderantes contribuições, pela paciência e pelo incentivo. O seu profissionalismo, os seus conhecimentos e a sua determinação são um exemplo que nunca esquecerei ao longo do meu percurso pessoal e profissional.

Aos restantes professores da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra e a todos os colegas do mestrado, em especial à Diana e à Joana, pela força e pelas palavras de motivação quando o caminho parecia incerto.

Aos profissionais da Optimus que prontamente se disponibilizaram para me ajudar e cujo contributo se revelou indispensável à concretização deste trabalho.

A todos os amigos que fiz em Coimbra ao longo dos últimos anos. Em especial à família que construí na Residência Universitária António José de Almeida. Viver numa residência é sem dúvida a melhor experiência que levo de Coimbra.

Um agradecimento muito especial, à minha tia Maria, ao padrinho Gabriel e à madrinha Rita. Obrigado por acreditarem sempre em mim e naquilo que faço. Espero que esta etapa, que agora termino, possa, de alguma forma, retribuir e compensar todo o carinho, apoio e dedicação que, constantemente, me oferecem.

Por último, mas os mais importantes, à minha mãe, pelo seu amor e dedicação, às minhas irmãs, companheiras de sempre, e aos meus sobrinhos, que me enchem de orgulho. Obrigado pela paciência, pelo incentivo, pela força e principalmente pelo carinho. Valeu a pena a distância, o sofrimento e todas as renúncias. Valeu a pena esperar... Este é o resultado do nosso esforço!

A todos aqueles que de alguma forma estiveram e estão próximos de mim, muito obrigado!





## RESUMO

Esta dissertação explora a problemática das fusões de empresas como estratégia de crescimento empresarial. Partindo de uma vasta revisão da literatura e dos normativos sobre as diversas áreas que regulam estas operações, propomo-nos a apresentar uma análise global de todo o processo de concentração.

Começamos por introduzir os principais tipos de fusão buscando expor as razões que fazem com que estas transações sejam amplamente utilizadas um pouco por todo o mundo. Avançamos para uma análise dos procedimentos a seguir, nomeadamente a nível societário, contabilístico e fiscal, onde dissertamos sobre alguns dos principais problemas que têm surgido ao longo dos últimos anos. Decorrente da necessidade de estabelecer uma relação de troca entre as empresas envolvidas na operação, integramos ainda na nossa análise alguns dos principais métodos de avaliação de empresas que permitem determinar a relação mais justa.

Na procura de tornar a nossa investigação mais completa optamos pelo estudo de uma operação de fusão recente entre duas empresas do setor das telecomunicações português – a Zon e a Optimus – onde apresentamos alguns dos procedimentos seguidos pelas administrações das sociedades necessários à concretização da operação. Constatamos que a principal motivação apontada pelos órgãos de gestão para a realização da operação foi a complementaridade entre as operadoras dado que a Zon destaca-se no negócio da televisão por subscrição e na banda larga fixa enquanto que Optimus evidencia-se nas telecomunicações móveis. Esta complementaridade proporcionará a oferta de um pacote de serviços integrado capaz de competir com o principal concorrente, a Portugal Telecom.

A operação concretizou-se mediante a incorporação da Optimus na Zon, pelo que tornou-se necessário estabelecer a correta relação de troca de forma a determinar o número de ações a emitir pela Zon e a atribuir aos sócios da Optimus. Através da aplicação do modelo dos fluxos de caixa descontados e diversos múltiplos de mercado ficou estabelecida uma relação cujo quociente entre o valor da Zon e o da Optimus foi calculado em 1,5.

No que respeita ao processo jurídico seguiu todas as etapas estipuladas pelo Código das Sociedades Comerciais. Adicionalmente, decorrente da ultrapassagem de alguns dos limites estipulados pela Lei da Concorrência e pelo Código dos Valores Mobiliários, foi necessária a aprovação da Autoridade da Concorrência e da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários, para que a operação se concretizasse.

À data de conclusão da nossa investigação a operação não estava totalmente concluída, todavia conseguimos apurar que a nível contabilístico será aplicada a IFRS 3 – *Business Combinations* na contabilização da operação. Deste modo a operação será contabilizada pela aplicação do método da compra: a Zon reconhecerá os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da Optimus ao justo valor. Posteriormente a diferença entre o custo da concentração e o justo valor do património

reconhecido será contabilizado como *goodwill*.

As sociedades optaram pela aplicação do regime especial de neutralidade fiscal pelo que a concentração não terá qualquer impacto fiscal quer ao nível das sociedades quer ao nível dos sócios. Decorrente desta opção, para efeitos fiscais, a Zon terá de manter o património da Optimus ao valor histórico.

Averiguamos também como será feita a integração pós-fusão entre as duas empresas, onde constatamos que a elevada complementaridade entre as entidades facilitará este processo.

Finalizamos a nossa investigação com a análise dos impactos da fusão para a sociedade, onde concluímos que a operação aumentará a concorrência no setor das telecomunicações proporcionando uma oferta de produtos mais inovadores e a preço mais baixo, representando um grande benefício para o consumidor final.

**Palavras chave:** Fusão; Regime contabilístico; Regime societário; Regime Fiscal; Sinergias; Avaliação de empresas; Setor das Telecomunicações; Zon; Optimus.

## ABSTRACT

This dissertation explores the issue of mergers as a growth strategy. Based on a broad literature and normative review about the various subjects that interfere in the process of business combination, we intend to give an overview of the whole procedure. We begin by introducing financial issues, where we give special attention to the analysis of the motivations that explain the use of these techniques for growth. Following we present the normative analysis where we introduce the various processes to be followed in legal, accounting and tax, expounding the main issues that have emerged over the past few years. Due to the need to establish an exchange *ratio* between the companies involved in the operation, we integrated in our analysis some of the main methods of valuing companies.

In an attempt to transfer to practice all the issues raised, we chose to study a recent merger between two portuguese companies from telecommunications sector: Zon and Optimus.

The main results we achieved are not too far from theoretical and normative analysis that we present in the first part of our investigation. In this sense, the main motivation pointed to the transaction were the complementarity between operators as Zon stands in the business of pay TV and broadband Internet and Optimus in mobile telecommunications. Consequently, this complementarity leads to an increase in size and scope significant synergies. The evaluation methods adopted which culminated in the establishment of a relation whose quotient between the value of Zon and Optimus was calculated at 1.5, were based on discounted cash flows and applying various market multiples. The combination of these two methods is pointed by many authors as one of the best ways to evaluate businesses.

The legal process followed all the steps stipulated by the portuguese companies code. Additionally, due to exceed some of the limits stipulated by the competition law and the Securities Code, was required the approval of the portuguese Competition Authority and the portuguese Securities Market Commission.

On completion of our investigation, the operation was not fully completed. However, according to the information obtained, the transaction will be accounted in accordance with IFRS 3 - Business Combinations. Thus, the transaction will be accounted by applying the acquisition method: Zon will recognize the assets, liabilities and contingent liabilities from Optimus at fair value. Subsequently the difference between the cost of the combination and the fair value of recognized will be recorded as goodwill.

In contrast, for tax purposes, Zon will keep the assets and liabilities transferred from Optimus recognized at historical value in order to apply the system of fiscal neutrality, so the concentration will have no fiscal impact both at corporate and at the level of the shareholders.

We also investigated how the post-merger integration between the two companies will be done. The high complementarity between groups will facilitate this process. However, there are overlapping

areas. For those areas will be selected a team with professionals from both entities which in conjunction with an outside consultant will proceed the integration of the entities in the best way.

We finished our study with the description of the impacts of the merger to society, where we conclude that the transaction will increase competition in the telecommunications market providing a range of more innovative products with lowest prices, representing a great benefit to the final consumers.

**Key Words:** Mergers; Accounting regime; Corporate regime; Tax regime; Synergies; Business Valuation; Telecommunications Sector; Zon; Optimus.

## ÍNDICE

AGRADECIMENTOS.....	iii
RESUMO.....	v
ABSTRACT.....	vii
ÍNDICE.....	ix
LISTA DE ABREVIATURAS.....	xiii

## INTRODUÇÃO

1. Propósito e principais objetivos do estudo.....	1
2. Justificação do tema.....	1
3. Metodologia.....	3
4. Estrutura da dissertação.....	4

## PARTE I: DESENVOLVIMENTOS TEÓRICOS E ANÁLISE NORMATIVA

### CAPÍTULO 1 – AS FUSÕES DE EMPRESAS

1. Introdução.....	9
2. Conceitos.....	9
3. Motivações.....	11
3.1. Motivações gerais.....	11
3.2. Fusões Horizontais.....	14
3.3. Fusões Verticais.....	15
3.4. Conglomerados .....	15
4. Etapas do processo de fusão .....	16
5. Causas de êxito e fracasso das fusões.....	18
6. Ganhos pós fusão.....	21
7. Impactos da concentração de empresas para o consumidor.....	23
8. Conclusão.....	24

### CAPÍTULO 2 – ANÁLISE NORMATIVA DAS FUSÕES DE EMPRESAS

1. Enquadramento jurídico da fusão.....	27
1.1. Origem e evolução.....	27
1.2. Conceito e Modalidades.....	29
1.3. O atual processo de fusão.....	33
1.3.1. Projeto de Fusão.....	33
1.3.2. Fiscalização do projeto de fusão .....	36
1.3.3. O registo e publicidade do projeto de fusão.....	37
1.3.4. Direito de informação dos sócios, credores e representantes dos trabalhadores .....	38
1.3.5. Direito de oposição dos credores sociais.....	39
1.3.6. Deliberação do projeto .....	41
1.3.7. Direito de exoneração dos sócios.....	42
1.3.8. Notificação Prévia.....	44
1.3.9. O ato de fusão e o seu registo definitivo .....	45

1.4. Efeitos da Fusão.....	46
1.5. Nulidade da fusão.....	47
1.6. Conclusão.....	48
2. Enquadramento Contabilístico da Fusão.....	49
2.1. Introdução.....	49
2.2. As fusões no âmbito das concentrações de atividades empresariais.....	51
2.3. Método de Contabilização .....	53
2.3.1. Identificação da adquirente.....	54
2.3.2. Mensurar o custo da CAE.....	55
2.3.3. Imputar, à data da aquisição, o custo da CAE aos ativos adquiridos e passivos e passivos contingentes identificáveis.....	56
2.3.3.1. Identificação da data de aquisição.....	56
2.3.3.2. Ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis.....	56
2.4. Goodwill.....	57
2.4.1. Enquadramento histórico e normativo .....	57
2.4.2. Reconhecimento e mensuração do goodwill.....	59
2.4.3 Goodwill negativo.....	62
2.5. Divulgações.....	63
2.6. Conclusão.....	64
3. Regime fiscal aplicável às fusões de sociedades em Portugal.....	65
3.1. Introdução .....	65
3.2. Tratamento fiscal em sede de imposto sobre o rendimento .....	67
3.2.1. Regime Geral.....	68
3.2.1.1. Regime aplicável às sociedades.....	68
3.2.1.2. Regime aplicável aos sócios.....	68
3.2.2. Regime da Neutralidade Fiscal.....	69
3.2.2.1. Aspetos gerais.....	69
3.2.2.2. Âmbito de aplicação.....	70
3.2.2.3. Regime aplicável às sociedades.....	72
3.2.2.4 Regime aplicável aos sócios.....	76
3.2.2.5. Utilização de prejuízos fiscais acumulados da sociedade incorporada.....	77
3.2.3. Regime geral versus regime de neutralidade fiscal.....	80
3.3. Imposto sobre o valor acrescentado (IVA).....	81
3.4. Imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis (IMT) e Imposto de selo (IS).....	82
3.5. Benefícios Fiscais.....	82
3.6. Conclusões.....	83

### **CAPÍTULO 3 – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E RELAÇÕES DE TROCA**

1. Introdução.....	87
2. Métodos de avaliação de empresas.....	89
2.1. Valor contabilístico ou histórico.....	90
2.2. Valor do património líquido ou contabilístico ajustado.....	92
2.3. Valor de mercado.....	93
2.4. Modelos baseados no goodwill.....	93
2.5. Avaliação por múltiplos.....	95
2.6. Modelo de avaliação baseados em fluxos de caixa descontados (DFC).....	97
2.6.1. Aspetos gerais do modelo.....	97
2.6.2. Os fluxos de caixa – Free Cash Flow to Firm.....	99

2.6.3. A taxa de desconto – Custo médio de capital ponderado (WACC).....	100
2.6.4. Determinação do valor residual.....	102
3.6.5. Valor dos capitais próprios.....	103
2.6.6. Metodologia alternativa ao FCFF.....	104
2.6.7. Análise crítica do método baseado em fluxos de caixa descontados.....	105
2.7. Opções reais.....	106
3. Relações de troca.....	109
4. Conclusão.....	109

## **PARTE II – ESTUDO EMPÍRICO**

### **CAPÍTULO 1 – METODOLOGIA DE PESQUISA**

1. Introdução.....	113
2. Método de pesquisa adotado: estudo de caso.....	113
3. Caracterização do estudo de caso.....	114
4. Apresentação do caso escolhido.....	116
5. Recolha de informação.....	117
6. Procedimentos adotados para análise de dados.....	119
7. Limitações do estudo .....	119
<b>CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DO SETOR E DAS EMPRESAS.....</b>	<b>121</b>
1. Introdução.....	121
2. Análise do Setor .....	122
2.1. Televisão por subscrição.....	122
2.2. Internet fixa e móvel.....	123
2.3. Telefone Fixo.....	124
2.4. Comunicações móveis.....	125
3. Análise das empresas envolvidas na operação de fusão.....	126
3.1. Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.....	126
3.1.1. Descrição da empresa.....	127
3.1.2. Produtos e serviços.....	129
3.1.3. Estrutura Acionista.....	130
3.2. Optimus, SGPS, S.A.....	131
3.2.1. Descrição da empresa.....	131
3.2.2. Produtos e clientes.....	134
4. Conclusão.....	135

### **CAPÍTULO 3 – DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

1. Introdução.....	137
2. Razões/motivações.....	137
2.1. Aumento da dimensão.....	138
2.2. Consolidação da atividade.....	139
2.3. Fomento da concorrência, da produtividade e da inovação.....	140
2.4. Realização de sinergias.....	141
2.5. Aumento da exposição e crescimento internacional.....	141
3. Métodos de avaliação utilizados para a determinação da relação de troca.....	143
4. Processo jurídico de fusão.....	144
4.1. Aspetos gerais .....	144
4.2. Autorização dos Credores.....	146

4.3. Deliberação dos sócios.....	146
4.4. Autorização da Autoridade da Concorrência.....	148
4.5. Derrogação do dever de lançamento de OPA por parte da CMVM.....	150
4.6. Registo definitivo da fusão.....	154
4.7. Cronologia do processo jurídico.....	155
5. Análise contabilística.....	156
6. Impactos Fiscais .....	157
7. Integração pós fusão.....	158
8. Impactos da fusão para a sociedade.....	159
9. Conclusão.....	160

## **CONCLUSÕES FINAIS**

1. Conclusões Gerais.....	163
2. Limitações do estudo.....	167
3. Sugestões para investigação futura.....	167

<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>169</b>
--------------------------	------------

<b>ANEXOS.....</b>	<b>185</b>
--------------------	------------



## LISTA DE ABREVIATURAS

AdC – Autoridade da Concorrência  
ANACOM – Autoridade Nacional de Comunicações  
BCG – Business Consulting Group  
CAE – Concentração de Atividades Empresariais  
CAPEX – *Capital expenditure* (investimento em capital fixo)  
CAPM – Capital Asset Price Model  
CE – Comunidade Europeia  
CEE – Comunidade Económica Europeia  
CIMT – Código do Imposto Municipal Sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis  
CIRC – Código do Imposto sobre Rendimentos das Pessoas Coletivas  
CIRS – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares  
CIS – Código do Imposto do Selo  
CIVA – Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado  
CMV – Código dos valores Mobiliários  
CMVM – comissão do Mercado de valores Mobiliários  
CNC – Comissão de Normalização Contabilística  
CRC – Código do Registo Comercial  
CSC – Código das Sociedades Comerciais  
DC – Diretriz Contabilística  
DGCI – Direção Geral de Contribuições e Impostos  
EBF – Estatuto dos Benefícios Fiscais  
EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*  
EC – Estrutura Concetual  
ERC – Entidade Reguladora para a Comunicação Social  
EUA – Estados Unidos da América  
F&A – Fusões e Aquisições  
FASB – Financial Accounting Standards Board  
FCFE – *Free Cash Flow to Equiy*  
FCFF – *Free Cash Flow to Firm*  
IAS – *International Accounting Standards*  
IASB – International Accounting Standards Board  
IASC – International Accounting Standards Committee  
IFRIC – *International Financial Reporting Committee*  
IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IMT – Imposto Municipal Sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis  
IRC – Imposto sobre Rendimentos das Pessoas Coletivas  
IRS – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares  
IS – Imposto do Selo  
IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado  
M&A – *Mergers & Acquisitions*  
NCRF – Norma Contabilística e de Relato Financeiro  
NIC – Norma Internacional de Contabilidade  
OPA – Oferta Pública de Aquisição  
PER – *Price Earnings Ratio*  
PIB – Produto Interno Bruto  
POC – Plano Oficial de Contabilidade  
RNF – Regime da Neutralidade Fiscal  
ROC – Revisor Oficial de Contas  
SA – Sociedade Anónima  
SFAS - *Statement of Financial Accounting Standards*  
SGPS – Sociedade Gestora de Participações Sociais  
SIC - *Standing Interpretations Committee*  
SNC – Sistema de Normalização Contabilística  
SROC – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas  
UE – União Europeia  
VPFC – Valor presente dos fluxos de caixa  
VPL – Valor presente Líquido  
WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

# INTRODUÇÃO

*“Mergers are, like second marriages, a triumph of hope over experience!”*

The Economist, “How mergers go wrong”, July 2000

## 1. Propósito e principais objetivos do estudo

Esta dissertação centra-se na problemática das fusões de empresas enquanto estratégia de crescimento e desenvolvimento das organizações.

As operações de fusão fundamentam-se na expectativa de que a empresa resultante seja significativamente melhor que apenas a soma das empresas envolvidas, apresentando-se esta modalidade de concentração como uma alternativa de crescimento rápido. O primeiro grande movimento de fusões aconteceu entre 1895 e 1905 nos EUA. Estas operações despontaram com todo o seu esplendor como resultado das grandes operações de reestruturação e redimensionamento empresarial realizadas nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa, no pós-guerra. Durante este último período, pequenas empresas com reduzidas quotas de mercado realizaram operações de concentração com empresas de porte semelhante formando grandes empresas e conglomerados que dominaram diferentes mercados um pouco por todo o mundo.

Por nos parecer um assunto merecedor de novas análises face à atualidade de que ainda hoje se reveste, o objetivo principal do nosso estudo prende-se com uma análise multidisciplinar dos processos de fusão, de modo a compreender quais as etapas que devem seguir os órgãos de gestão das empresas quando decidem empreender numa estratégia de crescimento deste género. Com efeito, analisaremos as questões financeiras mais pertinentes, as etapas jurídicas que devem ser percorridas, a forma como deve ser contabilizada a operação, assim como os eventuais impactos fiscais que poderão advir do complexo processo das fusões. Supletivamente procura-se entender quais as reais motivações para que as empresas optem por este tipo de operações de concentração. Estes são objetivos ambiciosos, pelo que a sua resposta envolve um trabalho longo e exigente.

De forma a verificar na prática as reais implicações dos aspetos teóricos e normativos apresentados na Parte I da nossa investigação, analisaremos com algum detalhe uma operação recente de fusão entre duas empresas portuguesas do setor das telecomunicações, a Zon e a Optimus.

## 2. Justificação do tema

Vivemos numa época em que a sociedade é alvo de rápidas transformações, onde as oportunidades estão em constante mutação. Entre as forças motivadoras destas alterações destacam-se a globalização, a crescente desregulamentação e liberalização observadas em quase todas as atividades económicas, assim como o papel desempenhado pelas novas tecnologias. Estes fenómenos têm levado as empresas a agir de forma diferente. Se no passado era possível uma empresa permanecer longos períodos de tempo com a mesma dimensão hoje isso já não acontece. As pressões competitivas e a

constante busca por aumento de valor associados ao crescente dinamismo do mercado levam a que as empresas tenham a necessidade de crescer. Sem o crescimento, muitas empresas perdem a sua razão de existir, estagnam e acabam por desaparecer do cenário económico.

Precisamente pelo facto de proporcionarem um caminho mais rápido e seguro para atingir os objetivos de crescimento e diversificação, as operações de concentração empresarial, nomeadamente as fusões de empresas, têm desempenhado um papel-chave “como uma forma revolucionária da moderna organização empresarial” (Rodrigues, 2003: 34).

Após o período conturbado que temos vivido nos últimos anos decorrente da crise financeira global, em que se verificou uma redução muito acentuada dos processos de concentração um pouco por todo o globo, dois estudos recentes da KPMG Internacional dão conta do retomar dos processos de concentração empresarial e da retoma da sua relevância no cenário económico atual. Segundo estes estudos o ano de 2013 e seguintes deverão ser relevantes para o mercado global de fusões.

O primeiro desses estudos, intitulado *M&A Outlook Survey*, entrevistou mais de 300 profissionais ligados à consultoria de fusões e aquisições, à gestão de empresas privadas e à concessão de crédito. Cerca de 35% dos executivos da amostra afirmou estar mais otimista em relação ao mercado de fusões e aquisições do que há um ano atrás, 44% manteve a mesma perceção e apenas 3% disse estar significativamente menos otimista. De acordo com a KPMG, esta perceção positiva vai de encontro às expectativas de maior crescimento económico nos próximos dois anos. Argumento, que também explica o facto de 76% dos entrevistados esperar que as suas empresas promovam pelo menos uma operação de concentração em 2013.

O segundo estudo intitula-se, *Global M&A Predictor* e indica que a confiança dos investidores deverá crescer, proporcionando um maior número de fusões e aquisições entre as maiores empresas do mundo inteiro<sup>1</sup>.

Estas previsões têm correspondido à realidade. A 18 de fevereiro do presente ano, o valor total das fusões e aquisições anunciadas ultrapassou a barreira dos 150 biliões de dólares, o maior valor atingido desde 2005, de acordo com dados apresentados pela Dealogic. Destacam-se, no desempenho do mercado de aquisições e fusões, em 2013, a aquisição da Heinz pela gestora de fundos norte-americana Bershire Hathaway e pela empresa de investimento 3G Capital, por um montante de 28 biliões de dólares, a fusão entre a AMR Corp. e a US Airways Group, a venda de algumas marcas da gigante de cervejas Anheuser-Busch InBeV para a concorrente Constellation Brands Inc. no valor de 4,75 biliões de dólares e a compra da Cardinal Helth Inc. pela AssuraMed por 2 biliões de dólares.

Neste enquadramento, parece-nos que confiança global está a aumentar para se alinhar à tendência de elevação da capacidade financeira das empresas e, consequentemente, estimular o aumento no número de negócios de fusões, pelo que a realização desta dissertação no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças mostra-se particularmente oportuna.

---

<sup>1</sup> Esta previsão foi feita com base em recentes projeções de analistas, em razão do aumento de 15% dos índices Preço/Lucro (pelos quais é possível medir o apetite por negócios) destas empresas nos últimos seis meses, e de 12% na comparação ao ano anterior.

Supletivamente importa referir que a generalidade dos estudos sobre estes processos de concentração cinge-se a descrever quais as motivações para a fusão entre as empresas e a determinar se estas operações criam ou destroem valor. São raros os estudos que conjugam todas as áreas disciplinares que um processo de fusão envolve, pelo que a realização deste trabalho poderá servir como um guia prático, tanto para profissionais que desejam atualizar os seus conhecimentos sobre fusões de empresas como apoiar estudantes a consolidar os seus conhecimentos nas diversas áreas abordadas (contabilidade; avaliação de empresas; direito societário e direito fiscal).

### **3. Metodologia**

A metodologia aplicada nesta dissertação é de natureza qualitativa, tendo selecionado como técnica de análise o estudo de caso. O estudo de caso é uma investigação empírica que estuda um fenómeno contemporâneo dentro do seu contexto de vida real, especialmente quando os limites entre o fenómeno e o contexto não estão claramente definidos. Consideramos que esta é a técnica de estudo que melhor nos permitirá aferir quais as motivações subjacentes a um processo de fusão, como se desenrola este processo, quais os passos a seguir a nível jurídico e contabilístico e quais as implicações fiscais que podem decorrer destes fenómenos concentracionistas. De facto, esta metodologia é considerada pela literatura como a que melhor se adequa para explicar uma situação ou para descrever um objeto ou fenómeno inserido num determinado contexto.

Para a realização deste estudo escolhemos o caso atual da incorporação do Grupo Optimus SGPS, S.A., no Grupo Zon SGPS, S.A.. Estas duas sociedades têm por objeto social a gestão de participações sociais noutras sociedades, como forma indireta de exercício de atividade económica, e detêm participações sociais em variadíssimas sociedades e, consequentemente, em negócios que integram o mercado de telecomunicações e multimédia em Portugal e, no caso da Zon, também nos mercados de Angola e Moçambique.

A 21 de janeiro de 2013 as administrações destas sociedades apresentaram o projeto de fusão entre as duas empresas, sendo que o processo encontra-se, à data, praticamente concluído<sup>2</sup>. Para analisar este caso, utilizamos múltiplas fontes de evidência. Consultamos os documentos referentes à fusão, os Relatórios e Contas das sociedades e as notícias divulgadas pela comunicação social sobre a operação. Na tentativa de esclarecer algumas questões, realizamos ainda, entrevistas, com pessoas diretamente ligadas ao processo de fusão da Optimus na Zon.

Recolhida toda esta informação, procedemos à triangulação de dados, procedimento normalmente efetuado na generalidade dos estudos de caso, de forma a alcançar os objetivos anteriormente elencados. Esta triangulação permitirá obter, de duas ou mais fontes de informação, dados referentes ao mesmo acontecimento, a fim de aumentar a fiabilidade dos resultados alcançados.

A utilização desta metodologia é pertinente, dado que apesar de estudarmos um caso particular,

---

<sup>2</sup> Espera-se que até o final de Outubro o processo esteja concluído.

permitir-nos-á generalizar para outros casos, ou seja, espera-se que as conclusões deste estudo possam ser transferidas para outros casos, tendo em conta as similaridades das condições particulares e contextuais de cada situação<sup>3</sup>.

#### 4. Estrutura da dissertação

A dissertação está dividida em duas partes: revisão da literatura e normativa (Parte I) e estudo empírico (Parte II).

A primeira parte do nosso trabalho está dividida em três capítulos. No Capítulo 1 são apresentados e discutidos alguns aspetos conceptuais sobre o tema. Com efeito apresentamos uma revisão exaustiva da literatura referente aos processos de fusão introduzindo aqueles que consideramos ser os aspetos mais relevantes.

No Capítulo 2, é apresentada a análise normativa dos processos de fusão, pelo que encontra-se dividido em três grandes pontos. O primeiro aborda o enquadramento jurídico das operações de fusão em Portugal. Começamos por referir a origem e a necessidade de regular estas operações, o conceito jurídico de fusão e as suas modalidades, para em seguida analisar o processo legal quando os órgãos de gestão de duas ou mais sociedades decidem iniciar uma estratégia de fusão.

O segundo ponto desta análise normativa versa sobre o tratamento contabilístico das concentrações de atividades empresariais (CAE), onde se enquadram as fusões. Para o efeito analisamos a Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) 14 que dispõe o tratamento contabilístico das CAE em Portugal. As empresas em análise (Zon e Optimus) são cotadas na Euronext Lisboa pelo que estão obrigadas a apresentar as suas contas consolidadas de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade (NIC). Neste sentido, analisaremos, da mesma forma, a *International Financial Reporting Standard* (IFRS) 3 – *Business Combinations*, norma internacional que prescreve o tratamento destas temáticas. Na procura de facilitar a análise, dado que a NCRF 14 é baseada na IFRS 3, decidimos apresentar uma análise com base na norma nacional chamando à atenção para os aspetos em que a mesma diverge da norma internacional.

Terminamos a análise normativa com o tratamento fiscal das fusões de empresas em Portugal. É nosso objetivo, neste ponto, apresentar os impactos fiscais deste tipo de operações, quer no tocante aos impostos sobre o rendimento que incidem sobre as sociedades intervenientes e sobre os respetivos sócios, quer no tocante a outros aspetos fiscais relevantes como sejam o caso do IVA, do IMT, do IS e dos benefícios fiscais. O normativo fiscal nacional permite (e de certa forma induz) as empresas a beneficiarem de um regime de neutralidade fiscal (RNF), desde que cumpridos que sejam determinados requisitos. Com efeito, começaremos por caracterizar este regime e averiguar quais são esses requisitos, para depois fazer uma análise comparativa entre as empresas que aplicam o RNF e as que que por diversas razões aplicam o regime geral, ou porque não preenchem os requisitos ou porque

---

<sup>3</sup> É importante referir que a relevância do caso e a sua generalidade não são provenientes da estatística, mas sim da lógica, ou seja, as características do estudo de caso propagam-se a outros casos pela força de uma lógica explicativa.

decidem aplicar o regime geral por espontânea vontade.

No último capítulo da Parte I (Capítulo 4) é apresentada a problemática das relações de troca inerentes aos processos de fusão. Estas relações de troca devem ser calculadas tendo em conta o valor das empresas antes da operação de fusão. A determinação do valor de uma empresa, ou mais precisamente do seu justo valor, pode ser uma tarefa muito subjetiva, pelo que, dedicamos grande parte do capítulo à apresentação de alguns dos métodos de avaliação mais frequentemente apontados na literatura e também mais utilizados na prática para avaliar empresas.

Após estes desenvolvimentos teóricos e normativos, na Parte II iniciamos o nosso trabalho empírico. Esta parte da dissertação encontra-se, tal como a primeira, dividida em três capítulos. No Capítulo 1 apresentamos a metodologia utilizada no nosso estudo – o estudo de caso. Neste sentido, descrevemos pormenorizadamente as vantagens do método, assim como as suas limitações, tendo em conta o objetivo da nossa investigação.

Atendendo à escolha metodológica referida no capítulo anterior, e porque as entidades objeto deste estudo, a Zon e a Optimus, estão inseridas num setor muito particular, que sofreu transformações consideráveis nos últimos anos, entendemos como útil desenvolver um capítulo autónomo (Capítulo 2) que compreendesse uma breve caracterização do setor das telecomunicações em Portugal. Este setor tem vindo a acompanhar as tendências globais do que se passa nas economias mais desenvolvidas, o que lhe tem imposto constantes mudanças estruturais e institucionais. Posteriormente, e ainda que de forma sucinta, procederemos à análise dessas duas empresas de forma a tentar compreender o mais aprofundadamente possível o processo de fusão em curso.

Apresentada a metodologia, analisado o objeto de estudo e a sua envolvente, no Capítulo 3 discutiremos os resultados do estudo empírico realizado. Começaremos por apresentar as motivações que levaram as administrações destas duas empresas a propor aos sócios destas sociedades a fusão. Seguidamente percorreremos as principais etapas do processo de fusão em curso, desde a negociação entre as partes até à futura integração pós-fusão. Aduziremos, ainda, o processo jurídico que foi seguido pelas empresas, o tratamento contabilístico que foi dado à operação assim como os seus impactos fiscais.

Por fim, apresentar-se-á a conclusão geral, através da qual sumariaremos as principais contribuições atingidas com a realização deste trabalho, sem deixar de assinalar as suas principais limitações, bem como algumas sugestões para futuras investigações.





## **PARTE I: DESENVOLVIMENTOS TEÓRICOS E ANÁLISE NORMATIVA**

---



# CAPÍTULO 1 – AS FUSÕES DE EMPRESAS

## 1. Introdução

No presente capítulo apresentamos uma visão geral das fusões de empresas, privilegiando a abordagem económica do seu conceito. Com efeito apresentamos uma revisão exaustiva da literatura referente aos processos de fusão introduzindo aqueles que consideramos ser os aspetos mais relevantes.

De uma forma geral, é unanimemente reconhecido o importante papel desempenhado pela estratégia de concentração de empresas na formação das estruturas dos principais setores das economias modernas. Com efeito, existe uma vasta literatura neste domínio, que tenta explicar os motivos destas operações assim como os procedimentos que devem ser seguidos quando se decide aplicar uma estratégia deste género.

Para a realização desta análise, começamos por introduzir o conceito de fusão diferenciando-a de outros mecanismos de concentração empresarial, nomeadamente as aquisições de empresas. De seguida apresentamos as motivações que conduzem a estas estratégias, assim como as etapas que devem ser seguidas e alguns dos fatores de sucesso apontados pela literatura. Finalizamos esta análise com uma abordagem aos principais impactos que as fusões de empresas podem ter na sociedade em geral.

## 2. Conceitos

O nosso estudo será centrado, não na generalidade das operações de concentração empresarial, mas apenas nas fusões de empresas, operação através da qual se atinge o nível de máxima concentração (Singh, 1987). Muitos autores têm escrito sobre as fusões, destacam-se Brozen (1982), Chatterjee (1986, 1990, 1992), Scott (1987), Bastardo e Gomes (1990), Neves (1993, 2002), Townsend (1997), Hitt e Best (1998), Matos e Rodrigues (2000), Seth (2000), Wright *et al.* (2000), Damodaran (2002, 2005, 2010), Domingos Ferreira (2002a,b), Barata (2002), Schoenberg (2003), Valente (2005), Gregoriou e Renneboog (2007), Brealey *et al.* (2008), McNamara (2008), Zilmer (2008), Hancu (2012), entre muitos outros.

Conforme Wright *et al.* (2000) a fusão é uma estratégia de crescimento através da qual, uma empresa se combina com outra. A este propósito Hancu (2012) afirma que as fusões consistem numa combinação estratégica de duas ou mais entidades com variadíssimos objetivos, nomeadamente, melhorar a posição de mercado de ambas, criar economias de escala, aceder a novos mercados ou aproveitar outras vantagens competitivas que a combinação possa trazer.

Matos e Rodrigues (2002) apresentam na sua obra uma definição de fusão, que muito se aproxima à definição normativa desta estratégia de concentração<sup>4</sup>. De acordo com estes autores, a fusão pode verificar-se quando uma das sociedades pré-existentes absorve o património das restantes, que se extinguem, ou uma nova sociedade absorve o património de todas as sociedades pré-existentes.

---

4 Ver definição jurídica no ponto 1.2, Capítulo 2, Parte I.

É comum, na literatura financeira, utilizar-se indiscriminadamente designação fusões e aquisições (equivalente à anglo-saxónica *mergers & acquisitions – M&A*) tratando as fusões e aquisições como um fenómeno único. Contudo estes dois processos apresentam algumas diferenças correspondendo a diferentes estratégias, com diferentes implicações, tanto na esfera dos sócios como na esfera das sociedades envolvidas. O nosso trabalho centra-se, como já referimos, apenas nas fusões de empresas. Assim torna-se útil, desde já, esclarecer o significado de cada uma destas operações de forma a delinear o âmbito do nosso estudo.

Zilmer (2008) define aquisição como o processo pelo qual as ações ou ativos de uma empresa passam a pertencer a uma outra entidade – o comprador. Ou seja, enquanto que a fusão é o processo pelo qual se unem duas ou mais empresas para formar uma nova empresa que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, a aquisição é a compra de uma empresa por um agente económico. De acordo com Valente (2005: 26) a distinção pode ser feita através da “permanência ou não dos acionistas”, na medida em que na fusão todos os acionistas permanecem na empresa resultante da operação, enquanto que na aquisição os acionistas de uma das empresas deixam de pertencer à nova empresa integrada. Ainda de acordo com o mesmo autor, a estratégia de crescimento através de aquisições é, normalmente, utilizada por empresas de grande dimensão, enquanto que as fusões, são normalmente, estratégias de crescimento utilizadas principalmente por pequenas e médias empresas.

Não obstante, a análise que faremos neste capítulo poderá aplicar-se tanto a fusões como aquisições, dado que falaremos essencialmente das motivações subjacentes ao processo de concentração de empresas. As diferenças entre fusões e aquisições mostrar-se-ão mais relevantes, no capítulo seguinte, quando avançarmos para a análise normativa, das mesmas.

Voltando à *cuore* do nosso estudo, é comum identificar-se na bibliografia três tipos de operações de fusão. Seguindo por exemplo Matos e Rodrigues (2002) temos as fusões horizontais, as fusões verticais e os conglomerados.

A estratégia de fusão horizontal ocorre quando as empresas concentradas operam e concorrem no mesmo ramo de atividade e no mesmo mercado geográfico, resultando daí uma justaposição dos meios existentes (Bastardo e Gomes, 1990). Esta modalidade de fusão tem vindo a afirmar-se como um instrumento de decisão dominante nas estratégias de crescimento em todo o mundo dos negócios<sup>5</sup>.

A integração vertical ocorre quando as empresas concentradas têm uma relação do tipo fornecedor-cliente, ou seja, quando as empresas atuam em fases diferentes da cadeia de produção e distribuição de bens ou serviços. Estas operações têm como objetivo expandir a produção, melhorar a posição concorrencial e controlar as fontes de recursos, a produção e comercialização, mediante a integração das operações a montante (matérias-primas) a jusante (produtos acabados) e a concomitante redução de custos (Barata, 2002).

Por fim a concentração de empresas pode ainda ocorrer sob a forma de conglomerados. Neste

---

5 De acordo com os dados da KPMG Internacional mais de 70% das fusões e aquisições são do tipo horizontal e foram justificadas por aumentos de dimensão e massa crítica e por economias de escala.

tipo de concentração as empresas integradas pertencem a diferentes setores com poucas ou nenhuma afinidades relativamente a produtos/serviços e mercados. Não concorrem entre si – dado que operam em mercados não relacionados – sendo o seu objetivo reduzir o risco do negócio combinando empresas de diferentes indústrias e o correspondente aumento do poder económico, mediante a expansão e diversificação das suas atividades, produtos, serviços e mercados (Barata 2002).

A este propósito, Rock (1994) afirma que a classificação das fusões por diferentes tipos, deve ser feita tendo em conta vários critérios, dos quais se considera o mais relevante a relação existente entre os mercados em que atuam as empresas envolvidas na operação. Assim de acordo com a definição de mercado relevante, uma operação pode ser classificada de forma diferente. Castro (2010: 20) exemplifica esta questão ao afirmar que:

(...) numa transação envolvendo um produtor de latas de alumínio e um produtor de garrafas: se o mercado for definido como materiais de embalagem, trata-se de uma operação de concentração horizontal; entretanto, se as latas e garrafas são consideradas produtos distintos, a operação seria classificada como conglomerado.

Bruner (2004) sobre esta temática afirma que a categorização dos diferentes tipos de fusão é um aspeto importante pois as razões que explicam cada um dos tipos, assim como as suas consequências divergem. Na procura de explicitar adequadamente a questão, no próximo ponto do trabalho analisaremos as principais motivações que conduzem os gestores a optar por este tipo estratégia. Começaremos por fazer uma análise das motivações gerais a estes processos e seguidamente, tentaremos perceber como é que as diferentes motivações podem influenciar no tipo de fusão adotada.

### **3. Motivações**

#### **3.1. Motivações gerais**

“O comportamento empresarial deve sempre ser explicado pelo objetivo da maximização de lucro” (Matos e Rodrigues, 2000: 35). Consequentemente, as fusões, não devem fugir à generalidade das estratégias das empresas, devendo ocorrer quando, face às alternativas possíveis, sejam as que proporcionam o maior crescimento do lucro esperado.

De acordo com Hancu (2012) a reestruturação de empresas ocupa cada vez mais um lugar central na preocupação dos investidores como forma de conseguir sinergias que favoreçam os níveis de eficiência, proporcionando uma melhor capacidade de resposta aos desafios que surgem num mercado cada vez mais competitivo. Neste contexto, torna-se importante esclarecer o significado de sinergia. Chatterjee (1986) considera que as sinergias ocorrem quando um conjunto de atividades, negócios ou empresas, exploradas ou geridas em conjunto, apresentam um valor superior ao da soma de cada uma delas isoladamente considerada.

Domingos Ferreira (2002a: 317) também se pronuncia sobre as sinergias considerando que

representam o “cálculo sagrado da estratégia empresarial”, por serem um dos fenómenos que mais apaixonam os gestores ansiosos por criar riqueza e apresentar bons resultados. O autor conclui, que em alguns casos o efeito das sinergias pode ser tão forte que por si só é capaz de explicar muitas das operações de fusão que se realizaram nos últimos anos.

Cientes da importância das sinergias, diversos autores como, Ansoff (1965), Chatterjee (1986), Matos e Rodrigues (2000), Seth (2000), Domingos Ferreira (2002a), Neves (2002) Damodaran (2005), Brealey *et al.* (2008) entre tantos outros, dividem-nas em quatro categorias de acordo com os seus efeitos: (i) sinergias operacionais; (ii) sinergias comerciais; (iii) sinergias de investimento e (iv) sinergias de gestão.

As sinergias operacionais são aquelas que resultam da maior e melhor utilização do capital humano e de outros recursos adicionais, na distribuição dos gastos indiretos ou gerais por um maior número de produtos ou serviços, das vantagens de curvas de experiência comuns e das compras em maiores quantidades.

Diferentemente, os ganhos através de sinergias comerciais ficam assegurados pela partilha da mesma rede de distribuição, serviços de administração e armazenamento por um conjunto de produtos ou serviços relacionados (Matos e Rodrigues, 2000).

Estamos perante sinergias de investimento quando através da operação de concentração é possível fazer uma melhor utilização das instalações, dos equipamentos, das ferramentas e de matérias comuns. A transferência de conhecimentos de uns produtos para outros, e possibilidade de adaptar a um produto a tecnologia utilizada noutro(s), com um mínimo de investimento também configuram sinergias de investimento (Matos e Rodrigues, 2000; Domingos Ferreira, 2002a e Ansoff, 1987).

Por fim, as sinergias de gestão que, apesar de representarem benefícios bem mais abstratos, apresentam um papel importante para alcançar os efeitos de sinergias totais (Chatterjee, 1986). Este tipo de sinergia consiste no facto dos gestores da empresa mais eficiente poderem proporcionar esse desempenho à empresa com menos eficiência. Se isto acontecer, a sinergia e os benefícios relacionados serão substanciais. De acordo com Brealey *et al.* (2008) esta não é a única forma de melhorar a gestão, mas é a mais simples e prática de substituir a equipa de gestão ineficiente.

De acordo com esta análise, torna-se evidente, que o alcance de sinergias, serve de motivação para muitas operações de fusão. Todavia convém salientar que aquilo que muitas vezes poderá ser uma potencial sinergia e consequentemente gerador de riqueza, acaba por destruir valor. O alcance de sinergias envolve muito trabalho, dado que os acréscimos de valor não acontecem apenas pela adição das partes, exigindo um bom conhecimento dos seus complexos aspetos conceituais, assim como os instrumentos e técnicas para o seu domínio (Seth, 2000).

Importa, da mesma forma, referir que, o alcance destas sinergias acarreta alguns custos. De acordo com Seth (2000), Domingos Ferreira (2002a), Damodaran (2005), entre tantos outros, estes custos de realização de sinergias podem atingir proporções elevadas reduzindo ou até mesmo anulando os ganhos esperados. Destacam-se os custos de coordenação e de integração de recursos e atividades

das empresas intervenientes no processo<sup>6</sup>. Os custos de processamento e de distribuição da informação que são necessários com a gestão e controlo da repartição e utilização comum dos recursos também podem atingir valores elevados reduzindo o valor esperado das sinergias.

Muitas outras motivações, que embora fortemente relacionadas com as sinergias, têm sido apontadas para justificação destes processos de concentração. Segundo Gregouriou e Renneboog (2007) a explicação mais lógica para este fenómeno é de que estas operações podem tornar-se num bom investimento na medida em que se tornam num meio mais rápido e rentável de aumentar a capacidade, obter novas competências, penetrar em novas áreas de produto ou geográficas ou afetar os recursos ao controlo de uma gestão mais eficiente.

Brealey *et al.* (2008: 871) na sua vasta e mundialmente reconhecida obra sobre finanças empresariais destacam, aquelas que consideram ser as principais motivações para as operações de fusão. De acordo com o estudo por eles realizado, existem sete motivações para as operações de concentração. São elas:

- Economias de escala alcançadas através ganhos por sinergia;
- Economias de integração vertical que decorrem do aumento de controlo do processo produtivo, ocorrendo através da fusão ou aquisição de diversas empresas ao longo da cadeia de produção;
- Aplicação de recursos complementares quando duas empresas se unem de modo a uma ter o que a outra precisa<sup>7</sup>;
- Aplicação de fundos excedentários;
- Eliminação de ineficiências através da fusão ou aquisição de empresas com oportunidades não aproveitadas de redução de custos ou de aumento das vendas e dos lucros<sup>8</sup>; e
- A consolidação do ramo da atividade.

Domingos Ferreira (2002a) também apresenta algumas motivações que estão na base da aplicação deste tipo de estratégia. De acordo com este autor, para além das motivações já anteriormente referidas, as vantagens fiscais podem também constituir uma motivação. Com efeito, as empresas podem tirar proveito da fusão para reduzir o montante de impostos pagos.

Em termos gerais podem estar em jogo ganhos fiscais correntes ou de capital, a dupla tributação dos lucros das empresas ou o nível dos acionistas, os resultados negativos transitados ou ainda impostos de sucessão. Com certeza que as legislações são diferentes de país para país e ao longo do tempo. Cada situação terá de ser analisada, pois aquilo que hoje pode ser uma vantagem, amanhã poderá deixar de o ser (Domingos Ferreira, 2002a: 135).

---

6 Englobam principalmente o tempo e as despesas dos gestores responsáveis afetos ao processo, as alterações e implementação dos sistemas de organização como o planeamento, logística e controlo.

7 Normalmente é dado o exemplo de uma pequena empresa com um produto único sem mecanismos de engenharia e comercialização para produzi-lo em larga escala que se funde a uma maior que lhe pode proporcionar os ingredientes de sucesso. Não obstante, duas empresas de grandes dimensões podem ter, também recursos complementares de modo que se justifique a fusão.

8 Esquemáticamente este argumento pode ser representado por duas empresas A e B em que A é mais eficiente que B, o objetivo da fusão será elevar a eficiência de B sem reduzir a de A conduzindo a um acréscimo de valor conjunto. Estas operações englobam também benefícios decorrentes da partilha de informação, transferência de tecnologia e *know-how* que podem ajudar eliminar eventuais ineficiências da empresa menos desenvolvida.

A má avaliação do mercado é também considerada pelo autor supracitado como uma motivação para as fusões dado que existem situações em que as empresas podem estar subavaliadas. Esta diferença, entre o valor de mercado e o justo valor, pode verificar-se sempre que os gestores ou algum potencial comprador possua informação sobre o verdadeiro valor da empresa e que tal não seja acessível a outros intervenientes no mercado. Este fenómeno denominado assimetria de informação pode conduzir a aquisições superiores ao preço de mercado mas ainda assim inferiores ao justo valor, configurando um bom investimento.

Como pudemos ver, diversas são as razões/motivações que podem levar as empresas a realizar estas operações de concentração, pelo que seria impossível enumerá-las todas no âmbito desta investigação. Neste sentido, a nossa conclusão aproxima-se àquela de Ravenscraft e Sherer (1987: 210): *“there are surely more options on why mergers are made than are economists who have written on the subject”*.

Não obstante, convém salientar que as diferentes motivações conduzem a que se opte por diferentes tipos de fusão. Nos pontos seguintes analisaremos as principais motivações inerentes a cada um dos tipos de fusão antes enunciados.

### **3.2. Fusões Horizontais**

A obtenção de economias de escala é considerada na literatura como o objetivo natural das fusões horizontais. Estas economias têm lugar quando as empresas combinadas apresentam menores custos unitários à medida que o volume de atividade aumenta estando ligadas não apenas à produção, mas ainda, às atividades de pesquisa e inovação, à distribuição e vendas. A redução dos custos unitários acontece porque os custos fixos ou de estrutura são repartidos por um maior volume de atividade.

Além das economias de escala, são também motivações para este tipo de fusão, o crescimento e o aumento do poder de mercado, o que faz com que esta modalidade de concentração seja normalmente alvo de especial atenção pelas entidades governamentais, uma vez que podem gerar situações de monopólio/oligopólio.

A redução do número de concorrentes num dado mercado pode facilitar a coordenação de estratégias entre os principais concorrentes, aumentando os lucros conjuntos, tanto mais quanto mais elevadas forem as quotas de mercado conjuntas e quanto menor for a elasticidade da procura global (Domingos Ferreira, 2002a: 134).

Com efeito, o aumento do poder de mercado por expectativas de crescimento é considerado uma justificação importante para este tipo de combinações, permitindo ao comprador crescer nos mercados atuais ou em novos mercados e aceder a novos produtos, novas marcas e a novas competências. Se o poder de mercado for suficientemente forte, a empresa combinada poderá vir a aumentar os preços de venda e assumir maiores resultados. O acréscimo do poder de mercado acontece sempre que, à mercê de uma operação de concentração, a nova entidade tenha capacidade de influenciar os preços, as quantidades ou mesmo a natureza dos produtos ou serviços. Por sua vez este



poder acrescido pode conduzir a resultados mais elevados.

### 3.3. Fusões Verticais

O objetivo das fusões horizontais é no essencial, conseguir o máximo controlo, quer a montante quer a jusante, do processo de produção possibilitando às empresas beneficiarem de economias verticais, obtidas pela junção de duas empresas a diferentes níveis da cadeia de produção<sup>9</sup> (Valente, 2005).

De acordo com Castro (2010) este tipo de interações entre as empresas justifica-se pela possibilidade de simplificação de controlos, maior facilidade de coordenação, estruturação de cadeias eficientes de logística e abordagem mais direta e eficiente ao mercado, obtida com a compra de distribuidores.

Importa, neste ponto, frisar que, as fusões verticais podem culminar na criação de ineficiências graves, quando a delimitação da cadeia de produção não é precisa. Quando isto ocorre, a empresa pode estar a integrar atividades que muito pouco tem a ver com as necessidades efetivas diretas decorrentes do processo de produção (Hitt *et al.*, 1998). Neste sentido Brealey *et al.* (2007) afirmam que este tipo de fusões está a esmorecer. De acordo com os mesmos autores, as empresas estão a descobrir que é mais eficiente fazer o *outsourcing*<sup>10</sup> de muitos e variados serviços ou produções relacionados mas distintos da sua atividade principal, do que fundir-se com essas empresas.

### 3.4. Conglomerados

Os conglomerados, correspondem ao agrupamento de empresas cujos produtos ou serviços são diferentes e que operam em mercados não relacionados, configurando uma estratégia de diversificação das quais não resulta qualquer tipo de concentração de mercado. Os conglomerados crescem essencialmente através de fusões e aquisições e quanto mais empresas forem adquiridas maior a dimensão que alcançam, permitindo aumentar o âmbito da sua estratégia (Bastardo e Gomes, 1990; Domingos Ferreira, 2002a; Brealey, 2008).

Weston e Brigham (2000) consideram duas vertentes de fusões conglomerais. A conglomeração pura quando não existe qualquer tipo de relação entre as entidades envolvidas e os conglomerados concêntricos que envolvem empresas que se situam em unidades de negócios diferentes mas relacionadas, de forma mais ou menos profunda, em particular, pelo mercado ou pela tecnologia<sup>11</sup>.

9 Para montante a empresa absorve o seu fornecedor ou subcontratante, enquanto que para jusante, absorve o seu distribuidor a fim de controlar a distribuição dos seus produtos.

10 O *outsourcing* é um processo através do qual uma organização (contratante) contrata outra (subcontratado), na perspectiva de manter com ela um relacionamento mutuamente benéfico, de médio ou longo prazo, com vista ao desenvolvimento de uma ou várias atividades, que a primeira não pode ou não lhe convém desempenhar e que a segunda é tida como especialista.

11 Empresas que estão na mesma indústria mas não atuam na mesma linha de negócios, não sendo nem fornecedores nem clientes. Nestes tipos de concentração as empresas envolvidas apresentam, apenas, relações de natureza técnica ou comercial que permitem a divisão de certos custos ou partilha de *knowhow*. De acordo com Domingos Ferreira (2002) a combinação concêntrica mais conhecida e praticada é o que se designa por *bancassurance* e que leva a fusões, aquisições e alianças entre a banca e os seguros.

Na literatura é comumente aceite que a formação de conglomerados está associada ao desejo de reduzir o risco da atividade e melhorar a imagem das empresas nos mercados financeiros, ou seja, afirma que o principal motivador deste tipo de operações é a diversificação (Scott, 1989). Segundo este autor a diversificação pode aumentar a eficiência através da afetação de recursos nas atividades mais rentáveis, de acordo com as oportunidades detetadas, uma vez que têm uma unidade de comando comum.

A questão da diversificação é muito discutida na literatura financeira havendo opiniões diversas. Brealey *et al.* (2006) consideram o argumento da diversificação duvidoso. Através de um simples estudo demonstraram que apesar da diversificação reduzir o risco, esta é mais simples e barata para o acionista do que para a empresa. Damodaran (2001: 839) também vê a diversificação como uma justificação dúbia para as fusões, uma vez que só o risco não sistemático pode ser diversificado, o investidor pode diversificar de forma muito mais eficiente do que as empresas através da compra de ações de outras entidades. No entanto, considera que o argumento da diversificação é forte no caso de uma empresa privada em que os proprietários podem ter toda a sua riqueza investida na empresa estando expostos a todo o risco. Neste caso a diversificação faz com que não fiquem tão expostos ao risco de uma só atividade.

Markides (1998: 95) tem uma opinião mais favorável à diversificação. Neste sentido o autor considera que a decisão de diversificar pode ser vantajosa para a empresa. Todavia, refere que esta decisão implica muito mais do que uma análise financeira, é necessário conhecer a concorrência e ter capacidade para alcança-la ou ultrapassá-la, saber se a empresa tem a flexibilidade para obter os ativos estratégicos necessários à nova atividade bem como a capacidade de aprender os novos processos que a entrada num novo mercado implica.

Abordadas algumas das motivações, ainda que de uma forma muito superficial, à constituição de conglomerados terminamos a nossa análise às motivações inerentes aos diferentes tipos de fusão. De seguida tentaremos averiguar as diferentes etapas destas estratégias de concentração, nomeadamente, como se devem estruturar os órgãos de gestão das empresas que pretendem desenvolver uma estratégia desta natureza.

#### **4. Etapas do processo de fusão**

É preponderante a importância que os movimentos de fusão assumiram como fator de desenvolvimento e competitividade das empresas. Como referimos anteriormente, com a globalização dos mercados foram abolidas muitas limitações e barreiras que impossibilitavam estas estratégias no passado. No entanto, as fusões devem ser minuciosamente planeadas e analisadas, respeitando os diversos procedimentos e normas a ser seguidos de acordo com as necessidades de cada empresa.

Os processos de fusão e aquisição exigem uma intervenção profunda da mudança organizacional, sendo portanto necessário que a mesma seja executada de forma contínua, planeada e controlada, ou seja, deve ser equilibrada com ciclos sucessivos de congelamento

Apesar de não haver um guia ou fórmula que garanta o sucesso de uma fusão entre duas ou mais empresas, existem alguns aspetos essenciais a todos os processos que merecem a nossa atenção.

De acordo com Pereira (2007) um dos maiores problemas associados às operações de fusão está associado ao planeamento da estratégia pelos órgãos de gestão. Neste sentido afirma que:

Antes do início de qualquer desenvolvimento de novos negócios, a corporação deve passar por uma etapa de preparação, que envolve, normalmente, a definição dos objetivos e estratégias, além da formação de equipas responsáveis e da criação de uma estrutura mínima que possibilite o desenvolvimento do processo. Estudar novas oportunidades de negócios é desenvolver simulações económico-financeiras, análises de sensibilidade e identificação de opções reais, para, a partir daí, poder avaliar se é viável prosseguir, tendo em vista que o processo geralmente demanda maiores recursos e tempo dos principais executivos (Pereira, 2007: 37).

De acordo com a empresa de consultadoria Integration existe uma metodologia que deve estar na base das operações de fusão. Esta metodologia envolve o diagnóstico estratégico, a prospeção, a *due diligence*, a negociação e a integração pós fusão. Estas cinco etapas devem estar totalmente integradas de forma a garantir o sucesso da operação.

A primeira fase consiste em entender o posicionamento da empresa e da sua concorrência. De acordo com Tanure *et al.* (2007) as operações de concentração empresarial, devem começar com o desenvolvimento da estratégia e a seleção da empresa alvo, assim avalia-se através do relatório estratégico os benefícios que poderão advir da fusão.

Seguidamente a esta análise deve ser desenvolvida uma prospeção onde são definidos os motivos da fusão com base em critérios e objetivos acordados entre ambas as partes. O desenvolvimento de novos negócios deve sempre passar por esta etapa de preparação onde são definidos os objetivos e estratégias a implementar ao longo do processo. Devem também, ser desenvolvidas equipas especializadas em diversas áreas de forma a criar uma estrutura mínima que possibilite o desenvolvimento do processo.

Quando mediante as outras opções disponíveis no mercado a estratégia de fusão seja a que configura um melhor retorno, os gestores devem avançar para a fase de *due diligence*.

Nesta etapa do processo deve ser analisada a viabilidade da operação. Investir numa forte *due diligence* facilita o resto do processo e aumenta a probabilidade da operação criar valor. Esta etapa consiste na investigação e auditoria das informações disponibilizadas pelas empresas tendo variações claras conforme a natureza do negócio e o tamanho da empresa. De acordo com a Actual Ventures, empresa especializada na estruturação de operações de fusões e aquisições:

A *due diligence* basicamente, refere-se a questões de ordem financeira, contabilística e fiscal, além de aspetos jurídicos, societários, ambientais, imobiliários, de propriedade intelectual e tecnológica com o objetivo de permitir maior segurança na negociação. Esta avaliação torna-se o ponto crucial do processo, a partir do momento em que se iniciam as negociações formais com a empresa a ser adquirida.

Um erro que geralmente acontece nesta fase é que as equipas responsáveis pela *due diligence*

avaliam apenas os riscos financeiros da operação, o que tem transformado este processo numa avaliação quantitativa, a partir dos dados apresentados pela empresa<sup>12</sup>.

Após a *due diligence* ocorre a negociação, etapa que, na maioria das vezes pode ser longa e desgastante, sendo essencial que os profissionais envolvidos no processo sejam determinados e perseverantes. Nesta fase é elaborado um plano “pré-fechamento” da fusão (Piza, 2010). A negociação deve ser transparente e objetiva de forma a fornecer o suporte necessário à redução dos riscos e sucesso da operação. Caso estas negociações sejam bem-sucedidas a transação prossegue para formalização, partindo, assim para a última etapa – a integração – onde ocorrem as mudanças organizacionais e de liderança devendo ficar assegurado que os melhores talentos são retidos pela empresa.

A correta integração das entidades é de grande importância para que se garanta o sucesso da operação. De acordo com Harding e Rovit (2005) a integração deve começar a ser planeada no primeiro dia de *due diligence*, o que determina que, mesmo compreendendo fases distintas no processo, estão inter-relacionadas<sup>13</sup>.

A equipa que promove a integração pós fusão deve ter órgãos de gestão das duas empresas, assim como pessoas com credibilidade nas suas respetivas equipas. Esta fase de integração é muitas vezes negligenciada pelos compradores pondo em causa o sucesso do empreendimento.

A maior parte dos compradores não pensa na fase de integração da empresa e comporta-se como tubarões no frenesi de se alimentar: uma vez apanhada a presa, perdem o interesse em comê-la (Rourke, 1992 *apud* Fernandes, 2007: 42).

Com efeito, os profissionais responsáveis pelos recursos humanos têm um papel estratégico fundamental nesta fase. Devem gerir, juntamente com as demais áreas relacionadas, as questões estratégicas organizacionais, culturais e de gestão de pessoas, a fim de obter um maior impacto da sua ação para o êxito do processo como um todo.

A conclusão a que se pode chegar, depois da análise destas etapas, que se mostram essenciais para o sucesso de uma estratégia de concentração, é que este êxito não depende apenas dos aspetos financeiros, mas também, do processo de integração e na eficácia da gestão de pessoas e informações. Esta é uma análise que se torna muito subjetiva pois as empresas podem apresentar variadíssimas peculiaridades que tornam cada processo único. Na procura de aprofundar um pouco mais esta problemática, apresentamos no ponto seguinte, algumas causas de sucesso e fracasso das operações de fusão, de acordo com a literatura assim como pela prática das empresas.

## **5. Causas de êxito e fracasso das fusões**

A utilização de operações de fusão e aquisição de empresas como meio de crescimento tem vindo a aumentar nos últimos tempos. No entanto as taxas de sucesso destas estratégias nem sempre

---

12 Desenvolveremos um pouco mais esta temática no ponto seguinte, quando analisarmos as causas de êxito e fracasso das fusões.

13 Estes autores afirmam que os órgãos de gestão devem começar a ter em conta, ainda durante a *due diligence*, fatores como a complementaridade das empresas, os elementos de sobreposição e a qualidade dos recursos humanos, de forma a perspetivar qual a melhor forma de integrar as empresas, assim como os custos que essa integração poderá implicar.

não são as melhores. Estudos comprovam que aproximadamente uma de duas operações é classificada como fracasso para a empresa incorporante<sup>14</sup>.

O sucesso de uma fusão está fortemente ligado ao cumprimento das etapas descritas no ponto anterior, contudo existem muitos outros fatores que podem determinar o sucesso ou fracasso de uma estratégia deste tipo. Enumera-los a todos seria uma tarefa complicada ou talvez mesmo impossível. Todavia, tentaremos destacar alguns dos aspetos mais relevantes para o sucesso destas estratégias de concentração.

De acordo com Neves (2002) num processo de fusão entre empresas é de primordial importância a correta avaliação dos ganhos e dos custos económicos implícitos na operação. No final do processo, deve-se avançar para a fusão se o ganho for superior ao seu custo. Este ganho é, normalmente dado pelo valor das sinergias alcançadas, correspondendo, desta forma, à diferença entre o valor da empresa resultante do processo de fusão e o valor das empresas separadas<sup>15</sup>.

O sucesso de uma operação de concentração empresarial está também muito ligado à correta estruturação das oportunidades, considerando diversos fatores como os recursos das empresas, os aspetos legais, o possível aproveitamento de oportunidades de mercado, bem como eventuais benefícios fiscais que podem resultar da combinação. Não obstante, Brealey *et al.* (2008) afirmam que as empresas que mantêm o foco no *core business*, têm probabilidade de alcançar melhores resultados do que as empresas que tentam diversificar os negócios. De acordo com estes autores a falta de conhecimento da empresa a adquirir ou fundir pode fazer com que a empresa adquirente não entenda suficientemente o negócio da empresa integrada e, conseqüentemente, a operação não alcance as sinergias perspectivadas.

Muitas vezes as operações são realizadas por motivações pessoais dos gestores, em imitar outras empresas de sucesso ou em aplicar excedentes de caixa não tendo em atenção se a operação irá realizar as sinergias desejadas. É crucial fazer uma avaliação objetiva em busca de possíveis sinergias da operação através de consultadoria especializada em F&A e com agilidade em negociação.

As sinergias que resultam da combinação entre as empresas são de máxima importância, no entanto os gestores não devem focar-se apenas neste aspeto. Uma visão exclusivamente financeira constitui uma visão estreita do que é uma operação de fusão, dado que o seu sucesso depende fortemente da realização de uma “sinergia humana” (Schoenberg, 2003). Como referimos, é importante analisar os perfis da organização e a cultura empresarial de ambas as empresas<sup>16</sup>.

De acordo com Hitt *et al.* (1998) não raros são os casos em que as fusões que parecem fazer sentido em termos económicos acabam por falhar, porque os gestores não realizaram adequadamente a

---

14 Existem estudos feitos de forma continuada por especialistas que comprovam que a taxa de sucesso das operações de concentração não são altas. Por exemplo, Doublet (2000) no seu estudo intitulado *Le Tournant de l'an 2000*, conclui que a taxa de sucesso das fusões é na melhor das hipóteses de 50%.

15 Matematicamente o ganho é dado por: Ganho = Valor da Empresa Resultante – (Valor de Mercado da Empresa Adquirente + Valor de Mercado da Empresa Adquirida).

16 É importante analisar se existem diferenças entre as empresas em aspetos como na forma de progressão na carreira, nos horários de trabalho, forma de vestir, entre outros.

complexa tarefa de integrar duas empresas com diferentes produções, métodos contabilísticos, e culturas diferentes. A médio e longo prazo as mudanças que as diferenças organizacionais implicam para a concretização do processo de integração das empresas, podem acabar por afetar o dia-a-dia da empresa. Tudo vai depender do grau de realismo dos gestores na combinação das empresas. A gestão de recursos humanos é essencial para o sucesso de uma operação, todavia não é uma garantia de sucesso.

Um estudo recente da KPMG Internacional denominado *The Architecture of Integration - An essential guide to successful mergers and acquisitions in Financial Services*, examinou as atividades de fusão e aquisição entre 2007 e 2010 de forma a averiguar quais os fatores que contribuem para uma operação de sucesso. Com base em entrevistas detalhadas a especialistas em serviços financeiros o estudo destaca alguns aspetos decisivos para o sucesso de uma operação de fusão. De acordo com os entrevistados quando a *due diligence* é completa, a integração torna-se mais fácil e simples, um processo bem estruturado desde o início tem mais probabilidade de sucesso, enquanto um fraco planeamento está associado a um processo de integração lento e problemático.

De acordo com o estudo a possibilidade de obter ganhos através da realização de sinergia configuram a motivação mais credível para que se decida avançar para a operação. No entanto, o estudo apontou que uma atenção focada apenas nestes aspetos dá mais resultados em relação aos esforços nos cortes de custos, e menos nos ganhos com sinergias, o que pode levar a uma subavaliação do negócio e a um eventual colapso da transação.

Outro ponto destacado pela KPMG é o facto de ser essencial haver uma comunicação regular e efetiva entre as partes interessadas e com o mercado durante a fase de integração. Esta comunicação é muitas vezes negligenciada pelos gestores podendo conduzir ao fracasso da operação. O estudo alerta ainda, para o acompanhamento pós-fusão dos custos e ganhos sinérgicos. Ou seja, os gestores devem garantir que aquilo que foi projetado deve efetivamente realizar-se após a fusão. De acordo com os especialistas entrevistados não há muito controlo nestes aspetos, o que tem levado ao fracasso de algumas operações.

Finalmente é destacada a importância da integração das diferentes culturas como mais um aspeto que pode determinar o sucesso ou fracasso da fusão. De acordo com a pesquisa, reter os talentos das empresas é muito importante para o sucesso, no entanto a maioria dos gestores admitiu que a sua gestão de integração cultural é pobre. Dias *et al.* (2011) são também da mesma opinião ao afirmar que:

(...) o estilo de gestão é condicionado pela cultura das organizações e, como é referenciado por diversos autores, cada organização possui a sua cultura específica, tendo em conta, justamente, a forma como constrói a sua história e a estratégia que utiliza para conduzir os seus negócios. A cultura não é um subproduto, mas antes uma parte integral da organização e por isso mesmo é reconhecida não apenas como uma variável independente, mas como um dos instrumentos fulcrais que os decisores têm ao seu alcance para lidarem com o meio envolvente cada vez mais competitivo, turbulento e globalizado. (Dias *et al.*, 2011: 26).

A análise limitada aos aspetos financeiros tem deixado de lado aspetos como a qualidade dos recursos humanos, do marketing, e dos clientes. É importante incluir nas equipas de *due diligence*

profissionais capazes de analisar, avaliar e organizar de forma adequada os dados sobre gestão de pessoas (Dias *et al.*, 2011). A justificação dada pelas empresas para a não inclusão destes profissionais nas equipas de *due diligence* é a de que estas operações estão, normalmente, sujeitas a confidencialidade antes que se anuncie a oferta ou o acordo.

Ainda de acordo com Dias *et al.* (2011) para uma correta integração de culturas é dada especial relevância aos agentes de mudança. Estes agentes são os que traduzem e explicam as revoltas, os anseios, as angústias e procedem à leitura de tudo o que se passa à margem do processo de mudança em si mesma e que, muitas vezes, sendo considerados pormenores sem importância, podem ser uma das principais fontes de resistência à mudança. Segundo Schein (1999) é necessário meios para que as pessoas deixem de pensar no desempenho com base em experiências ancestrais e recriar condições para que essas pessoas desenvolvam mecanismos que permitam adquirir novas informações e conhecimentos, de forma a reestruturar o seu campo cognitivo, ganhando assim novos hábitos de trabalho e novas qualificações.

Podemos desta forma concluir que, na maioria dos casos, no curto e médio prazo, os fatores que mais influenciam o insucesso das operações de fusão estão relacionados com uma incorreta estruturação do processo e com a incapacidade de superar desafios práticos relacionados, principalmente, com o acompanhamento pós-operação, neste campo destacam-se sobretudo falhas no acompanhamento dos ganhos por sinergia e na correta integração de culturas das empresas envolvidas na fusão. Todavia, estes processos são difíceis de avaliar, e mais difícil é determinar o que está na base do insucesso. Tudo isto leva-nos a concluir da mesma forma que Brealey *et al.* (2008) quando dizem que infelizmente não existem generalizações simplificadoras quanto ao sucesso e fracasso dada a complexidade destas estratégias.

Na literatura muito se tem discutido sobre os ganhos da fusão. As conclusões a que diversos autores têm chegado é que estes processos são mais vantajosos para as empresas incorporadas. No ponto seguinte, ainda que de forma muito superficial, introduzimos esta problemática.

## **6. Ganhos pós fusão**

Os processos de concentração empresarial lidam sempre com grandes quantias de dinheiro e geralmente criam valor através de sinergias ou melhor utilização de ativos. Neste contexto torna-se importante perceber como é dividido o valor dessas sinergias entre as empresas envolvidas na operação.

Segundo Brealey *et al.* (2007) geralmente quem ganha mais com a fusão são as empresas integradas. Isto pode ser explicado pelo facto das empresas adquirentes serem geralmente maiores que as empresas adquiridas, contribuindo claramente para benefícios líquidos tanto no preço das ações como em termos de eficiência das empresas integradas. Outro argumento que sustenta esta teoria é a concorrência entre potenciais compradores. Sempre que uma empresa faz uma oferta, é frequente

surgirem um ou mais candidatos. Com efeito sempre que um candidato faz uma nova oferta, os ganhos da empresa alvo aumentam<sup>17</sup>.

Kiymaz & Kilic (2004) e Damodaran (2005) consideram que a partilha de rendimentos de sinergia deve seguir o princípio de que quem contribui mais para a criação de valor, deve consequentemente receber mais benefícios, ou seja a divisão de valor deve ser feita de acordo com a contribuição que cada empresa dá para o sucesso da operação. No entanto a evidência sobre fusões é de que as empresas incorporadas extraem ganhos positivos enquanto que os efeitos na riqueza dos adquirentes são, na melhor das hipóteses, insignificantes nas ofertas públicas de aquisição e negativos nas fusões (Loughran e Vijh, 1997). Desta forma podemos dizer que as empresas alvo e os seus acionistas são quem mais beneficiam com estas operações, pelo menos no curto prazo.

A escolha dos modos de pagamento, desempenham um papel importante na rentabilidade do negócio. Bruner (2004) afirma que pagamentos em dinheiro<sup>18</sup> tendem a criar retornos superiores para os adquirentes, enquanto que nas operações objeto do nosso estudo – as fusões – em que o pagamento é feito através ações, a tendência é que os retornos sejam mais baixos.

Goedhart *et al.* (2005) afirmam que com um pagamento em dinheiro os acionistas da empresa adquirente assumem todo o risco da transação não corresponder as sinergias esperadas. Assim quando a avaliação não pode ser feita de forma consistente devido à existência de assimetria de informação em relação à empresa a adquirir, a decisão mais racional é o uso de ações como forma de pagamento dividindo-se, desta forma, o risco de possíveis desvalorizações futuras com os acionistas da empresa alvo. No entanto, se a empresa proceder ao pagamento em dinheiro irá receber o valor total dos benefícios/sinergias alcançados através da fusão, esta decisão pode ser vantajosa quando a empresa adquirente estiver certa das sinergias que resultarão da operação de concentração. Dados estes argumentos a adquirente deve ponderar se os riscos e benefícios inerentes à operação devem ser compartilhados com os acionistas da empresa a adquirir.

Com efeito, podemos concluir que, no caso das aquisições, que são pagas em dinheiro, os mercados estão mais certos sobre o verdadeiro valor do negócio, enquanto no caso das fusões, que são pagas em ações, existe um maior risco que levanta suspeitas quanto à qualidade do negócio. Ainda de acordo com a literatura, no caso de “fusão de iguais”, a evidência é ainda mais impressionante, com retornos muito menores do que noutro tipo de negócios pelo facto dos gestores não prestarem a devida atenção na criação de valor em detrimento de uma maior influência no resultado final ou em alcançar uma melhor posição na nova empresa.

Esta é também uma análise que requer uma análise extremamente profunda. Não obstante, dado o contexto do nosso trabalho, decidimos aborda-la de forma superficial.

Terminaremos a análise deste capítulo com a introdução de alguns dos impactos da concentração de empresas para a sociedade em geral, de forma a averiguar se estas operações são

---

17 Sobre esta questão ver: Loughran & Vijh (1997), Bruner (2004), Kiymaz & Kilic, (2004), Sirower & Sahni (2006), Damodaran (2005), (Savor & Lu, 2009), entre muitos outros.

18 No caso das aquisições de empresas.



benéficas ou prejudiciais para o consumidor final.

## **7. Impactos da concentração de empresas para o consumidor**

Os processos de concentração empresarial, nomeadamente as fusões, podem ser benéficas tanto para a empresa adquirente como para a empresa incorporada, todavia há quem defenda que os efeitos destas estratégias podem ser nefastos para a economia.

Num estudo desenvolvido pela McKinsey & Company intitulado *Valuation-Measuring and Managing the Value of Companies* (2005) é dado o exemplo em que é criada uma posição monopolista, podendo revelar-se nociva para os consumidores. Contudo, é da mesma forma mencionado no estudo que, as operações de concentração proporcionam a possibilidade de aumento de eficiência na produção e consequentemente a criação de produtos de maior qualidade e/ou produzidos a menores custos.

Da mesma forma, Brealey *et al.* (2008) afirmam que, existem boas e más operações de concentração, sendo difícil concluir se na generalidade são positivas ou negativas para a sociedade e para a economia em geral. De acordo com os autores a análise destes impactos deve ser feita sob várias perspetivas já que uma fusão pode ter impactos em múltiplos aspetos.

Castro (2010) enumera alguns dos benefícios da concentração de empresas, nomeadamente, (i) o aumento da competitividade, pela criação de empresas de maior porte, que mais facilmente concorrem com outras de grande dimensão, o que tende a beneficiar a economia no longo prazo; (ii) a possibilidade de oferta de melhores preços para o consumidor decorrente da redução de custos obtidos pela eliminação ou redução de ineficiências; (iii) a maior capacidade de investimentos; (iv) o acesso a produtos a preço mais baixo e (v) a evolução tecnológica e desenvolvimento de empresas e sectores, com melhor adequação a nível mundial. Todavia, a mesma autora enumera também algumas desvantagens nos processos de fusão, afirmando que a consolidação de empresas pode ocasionar redução de opções, com menor variedade na oferta de produtos e aumento dos preços ao consumidor final, em decorrência do menor número de competidores, alegando ainda que os ganhos de eficiência podem traduzir-se em redução de empregos e os eventuais ganhos de valor podem ficar mais circunscritos aos acionistas em detrimento da sociedade.

González (2007) também se pronunciou sobre esta problemática ao afirmar que, se por um lado a concentração de empresas pode ser benéfica para a produtividade e desenvolvimento empresarial, por outro pode danificar o bem-estar social, caso a operação reforce o poder de mercado, comprometendo a concorrência e fornecendo o poder à empresa de aumentar os preços sem aumentar a qualidade dos produtos. As fusões horizontais são, *a priori*, as mais prejudiciais à concorrência no mercado sendo, como iremos abordar no capítulo seguinte, as mais reguladas pela Autoridade da Concorrência.

Assim podemos concluir que o principal impacto das fusões para a sociedade em geral está relacionado com a concentração de mercado e a inerente concorrência no setor onde se procede a operação. Este impacto pode ser positivo ou negativo, ou seja, do ponto de vista da empresa, quando o

seu setor de atuação passa por uma consolidação, o que se tem mostrado uma tendência mundial, as empresas resultantes atingem maiores dimensões, tornando-se mais competitivas e consequentemente passam a oferecer produtos/serviços com qualidade superior e/ou com preços mais baixos. Por outro lado, caso não existam outras empresas de dimensão semelhante à resultante da operação de concentração ou as empresas não acompanhem este crescimento, quer por estratégias de crescimento interno como por estratégias de crescimento externo<sup>19</sup>, tendem a ver a sua competitividade reduzida, verificando-se uma situação de monopólio, onde há uma perda de bem estar para o consumidor, dado que as empresas alcançam o poder de fixar os preços no mercado.

## 8. Conclusão

Neste capítulo tivemos oportunidade de perceber que as concentrações de empresas têm vindo a assumir um papel preponderante na busca deliberada de um plano de ação por parte da alta administração, para desenvolver a vantagem competitiva da empresa e alcançar resultados consistentes com os objetivos da organização. Começamos por definir fusão como uma estratégia de crescimento em que uma empresa se combina com outra.

Seguidamente, dada a complicada individualização dos conceitos de fusão e aquisição introduzimos uma distinção entre os dois processos de forma a delinear o âmbito do nosso estudo. Destacamos como principal distinção a permanência ou não dos acionistas. Nos processos de aquisição os acionistas deixam de pertencer à nova empresa integrada, através da venda de capital ou venda dos seus ativos, enquanto que nos processos de fusão, os acionistas permanecem na nova sociedade constituída, recebendo as respetivas partes de capital, em função do valor atribuído durante as negociações a cada uma das partes, ou através da sua incorporação na empresa incorporante.

Posteriormente constatamos que existem três principais tipos de fusão: horizontal, vertical e conglomerado. As fusões horizontais ocorrem entre empresas que operam e concorrem no mesmo ramo de atividade, apresentando-se como concorrentes no mercado. Constatamos que a principal motivação para estas passa pelo alcance de uma maior eficiência operativa, através de fatores comuns de produção, realizando economias de escala. O aumento da concentração de mercado e consequente aumento do poder de mercado que este tipo de operação provoca são também consideradas como uma das principais motivações para a escolha de uma estratégia baseada nesta modalidade de fusão.

As fusões verticais ocorrem entre empresas que atuam em diferentes fases da cadeia de produção e distribuição de um produto ou serviço no interior da mesma indústria, tendo como principal motivação o aumento do controlo de todo o processo produtivo. Quanto aos conglomerados verificamos que correspondem ao agrupamento de empresas cujos produtos ou serviços são diferentes e que operam em mercados não relacionados configurando uma estratégia de diversificação donde não

---

<sup>19</sup> O crescimento não precisa ser necessariamente externo e ocorrer por meio de transações de aquisição ou fusão de empresas. Pode da mesma forma ser interno. Todavia, como tivemos oportunidade de referir, logo no início da nossa análise, a desvantagem deste tipo de crescimento, é ser significativamente mais lento, sendo necessário que a empresa tenha recursos suficiente para desenvolver uma estratégia deste género.

resulta qualquer tipo de concentração de mercado.

Seguidamente analisamos as motivações que levam os gestores a considerar que duas empresas possam valer mais juntas, e consequentemente criar mais valor, do que separadas. Neste ponto demos especial destaque à realização sinergias. É também através da vontade de adquirir dimensões de líderes, entrar em novos mercados, e aumentar o seu poder que surgem este tipo de operação.

Posteriormente, analisamos as várias fases de uma operação de fusão, onde destacamos a importância de uma correta estruturação de todo o processo desde o início. Dividimos o processo de fusão em cinco etapas: (i) o diagnóstico estratégico, onde são definidas as empresas alvo e são avaliados quais os benefícios da fusão; (ii) a prospeção onde são definidos os motivos da fusão, com base em critérios e objetivos acordados entre as partes; (iii) a avaliação de empresas; (iv) a negociação e a (v) integração pós-fusão.

Avançamos com uma breve descrição de alguns dos fatores de êxito e fracasso dos processos de fusão. Aqui concluímos que para que uma operação de fusão tenha sucesso o desempenho pós-fusão da empresa resultante deve ser superior ao desempenho individual das empresas que lhe deram origem através de uma melhor utilização e racionalização dos recursos disponíveis. Nesta secção destacamos como aspetos preponderantes de sucesso uma boa estruturação do processo através de uma forte *due diligence*, a certeza de que da concretização da operação resultarão sinergias; a comunicação clara entre as partes envolvidas na operação, assim como a correta integração pós-fusão com os desafios que a combinação de duas culturas possa implicar.

Acabamos este capítulo com a abordagem aos ganhos pós-fusão, de forma a perceber como as empresas envolvidas compartilham os ganhos da operação. Verificamos que existe evidência empírica de que os processos de fusão são mais vantajosos para as empresas adquiridas do que para as empresas incorporantes. No entanto, como já tivemos oportunidade de referir, os processos de fusão ocorrem através de trocas de participações, pelo que torna-se necessário averiguar como se calculam essas relações de troca de forma a tornar mais clara a forma como esses ganhos são repartidos entre as empresas envolvidas. Dada a relevância desta temática, iremos aborda-la o Capítulo 3. Contudo antes disso, apresentaremos, no próximo capítulo a análise normativa (jurídica, contabilística e fiscal) dos processos de fusão.



## CAPÍTULO 2 – ANÁLISE NORMATIVA DAS FUSÕES DE EMPRESAS

Como vimos no capítulo anterior, a fusão de sociedades surge muitas vezes como um dos meios de assegurar a racionalidade da gestão e aumentar a competitividade das empresas no mercado. Dada a importância que este fenómeno tomou, as legislações dos diversos países tiveram de tomar medidas para as regular.

Neste capítulo faremos uma análise normativa sobre as fusões. Começaremos por uma análise jurídica, seguida da análise contabilística terminando com a análise fiscal deste tipo de operações de concentração empresarial.

### 1. Enquadramento jurídico da fusão

#### 1.1. Origem e evolução

As fusões surgiram no âmbito das operações de reestruturação e redimensionamento empresarial realizadas nos Estados Unidos e na Europa no pós-guerra. O grande movimento de fusões aconteceu entre 1895 e 1905. Durante este período, pequenas empresas com reduzidas quotas de mercado realizaram operações de concentração com empresas de porte semelhante formando grandes empresas e conglomerados que dominaram os mercados.

A empresa individual perde então a sua posição em favor da empresa coletiva, começando assim a implantar-se a empresa societária, cuja forma organizativa e financeira já conseguia responder às modernas exigências de mercado e limitava o anterior risco da exploração empresarial (centrado nas pessoas físicas) com a criação da personificação jurídica dos novos entes morais, distintos das pessoas físicas. (...) Com a posterior globalização da economia (a denominada Terceira Revolução Industrial), consequência da revolução das empresas, esta resultante da constante internacionalização dos mercados nacionais, facilitada pela progressiva eliminação das barreiras ao comércio internacional, desenvolveu-se a tendência do modelo económico concentracionista, criando-se para o efeito modelos económico-jurídicos cada vez mais complexos. (...) Um destes instrumentos jurídicos da estratégia da expansão económica das empresas consiste na técnica de “fusão”, através da qual a empresa societária acumula ativos patrimoniais de outra(s), sem perder a sua individualidade jurídica (Drago, 2007: 9).

Desta forma a fusão de sociedades pode ser encarada como uma forma jurídica – porventura a mais perfeita – que permite “dar corpo ao fenómeno da concentração económica” (Cordeiro, 2007: 959).

Dada a importância que estas operações assumiram na economia, tornou-se inevitável a sua regulação. Assim em 1890, foi introduzido, nos EUA o primeiro ato de regulação das fusões através do Sherman Act<sup>20</sup>. Desde então, as legislações dos diversos países têm atribuído uma grande importância às fusões, sendo que hoje são um fenómeno altamente regulado.

Em Portugal até 1888, o “instituto da fusão era desconhecido na legislação nacional” (Gonçalves, 2011: 333). O Código de 1833 não previa qualquer processo de concentração semelhante.

---

<sup>20</sup> A lei Sherman de 1890 (*Sherman Act*) foi um ato de regulação que visava garantir a concorrência entre as empresas nos Estados Unidos, evitando que qualquer delas se tornasse suficientemente grande para ditar as regras do mercado em que atuava. Foi formulada por John Sherman.

No Código Comercial de 1888 foi criado um regime jurídico especial para a fusão de sociedades, no entanto neste diploma não eram apresentadas quaisquer modalidades de fusão, nem era definido em que consistia a operação.

Limitava-se a determinar que a fusão devia ser deliberada em cada uma das sociedades envolvidas, obrigando à publicação de uma deliberação final conjunta, e, sobretudo, a atender à tutela dos credores, regulando o direito de oposição dos credores sociais, cujo exercício inviabilizava o processo em curso até à decisão judicial (Gonçalves, 2011: 333).

Este regime de fusão cedo se mostrou limitativo, criando uma clara convicção perante a comunidade jurídica portuguesa da necessidade de reforma. O mesmo só veio, no entanto, a acontecer em 1973 com a publicação do Decreto-Lei n.º 598/78, de 8 de Novembro, que constitui o antecedente normativo mais próximo da realidade atual. O essencial deste diploma foi vertido para o CSC. Não obstante, a adesão de Portugal à então Comunidade Económica Europeia (1986) ditou e continua a ditar alterações legislativas, decorrentes da transposição das diretivas vigentes neste domínio (Russo: 2012). Assim o regime jurídico da fusão voltou a sofrer algumas alterações decorrentes da necessidade de dar cumprimento à 3.ª Diretiva da Comunidade Europeia<sup>21</sup>. Esta diretiva veio impor a harmonização dos principais aspetos da fusão nos Estados-membros, com o objetivo de assegurar os interesses dos sócios, credores, trabalhadores e terceiros.

O primeiro estudo português da 3.ª Diretriz, direcionado para a adaptação do nosso direito interno aos preceitos consagrados na legislação comunitária, deve-se a Raul Ventura. Do confronto entre a 3.ª Diretriz e o Decreto-Lei 598/73, de 8 de Novembro, Raul Ventura não via a necessidade de introduzir grandes alterações à legislação nacional. Não só a legislação, ao tempo, satisfazia as exigências comunitárias, como, em alguns casos a superava<sup>22</sup> (Gonçalves, 2011: 335).

Mais recentemente, a 26 de Outubro de 2005 foi adotada a 10.ª Diretiva<sup>23</sup>, relativa a fusões transfronteiriças de sociedades de responsabilidade limitada sendo mais tarde transposta para a ordem jurídica interna pela Lei n.º 19/2009, de 12 de maio. Ainda em 2009 com o intuito de combater a crise económica e financeira, foram introduzidas algumas simplificações e diminuição de encargos associados ao processo de fusão pela introdução do Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de agosto. Todavia estas alterações de regime não induziram repercussões dogmáticas assinaláveis (Marques, 2011).

Já após a publicação do Decreto-Lei 185/2009, foi aprovado um novo instrumento comunitário – a Diretiva 2009/109/CE, do Parlamento e do Conselho, de 16 de Setembro, que alterou a redação da 3.ª e da 10.ª Diretivas. As alterações introduzidas visam sobretudo a simplificação das exigências de publicidade associadas às operações de fusão, aproveitando as virtualidades dos meios disponíveis na *internet*.

Em síntese, o regime legal português em vigor nesta matéria é simultaneamente marcado por

21 Com a epígrafe: “Terceira Diretiva 78/855/CEE do Conselho, de 9 de Outubro de 1978, baseada na alínea g) do n.º 3, do artigo 54º, do Tratado de Roma e relativa à fusão das sociedades anónimas”. Esta diretiva foi revogada recentemente pela Diretiva 2011/35/UE, de 5 de Abril de 2011.

22 Nos termos do n.º 1 da 3ª diretriz, o regime de fusão era referente às sociedades anónimas. No entanto em Portugal vigorava um regime geral de fusão para todos os tipos de societários.

23 Diretiva 2005/56/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de outubro, alterada pela Diretiva 2009/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro.

antecedentes normativos nacionais e comunitários, sem prejuízo da natural influência por via doutrinal, do direito societário de outros Estados-membros da UE (essencialmente Alemanha, França e Itália).

Atualmente, em Portugal, a fusão é tratada no Capítulo IX do Título I, Parte Geral, nos artigos 97.º a 117.º do CSC<sup>24</sup>.

## 1.2. Conceito e Modalidades

Na doutrina encontram-se inúmeras definições de fusão. De acordo com Ventura (1990: 15) fusão significa “combinação de dois ou mais corpos num só”. A essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes de tal modo que passe a existir uma só sociedade. Almeida (2011: 852) define fusão como uma “operação de concentração entre duas sociedades, ainda que de tipo diferente ou unipessoais, implicando sempre a extinção de, pelo menos, uma delas”.

De acordo com Cordeiro (2007), Gonçalves (2008; 2011), Marques (2011) e Russo (2012), entre outros, o legislador português não define fusão, limitando-se a estabelecer no n.º 1 do artigo 97.º do CSC que “duas ou mais sociedades, ainda que de tipo diverso, podem fundir-se mediante a reunião numa só”. O “tipo diverso” a que este artigo faz referência é o tipo social. Assim o direito português admite as chamadas *fusões heterogéneas*<sup>25</sup>, de que constitui exemplo a fusão de duas sociedades em que uma é uma sociedade por quotas e outra é uma sociedade anónima.

Ainda de acordo com o artigo 97.º do CSC, nos termos prescritos no seu n.º 4, a fusão pode realizar-se por:

- Incorporação, ou absorção, onde uma ou mais sociedades, denominadas por incorporadas, transferem a totalidade do seu património para uma outra sociedade preexistente, denominada incorporante. Esta última mantém a individualidade jurídica, absorvendo o património transferido e acolhendo na sua estrutura os sócios das sociedades incorporadas os quais nela adquirem uma participação social;
- Constituição de nova sociedade (também designada de fusão-concentração), em que todas (duas ou mais) sociedades fundidas se extinguem, transmitindo-se o seu património ativo e passivo para uma sociedade constituída para esse efeito, que atribui participações sociais aos sócios daquelas sociedades.

Estas duas modalidades distinguem-se em razão do *locus societatis* onde o resultado final da compenetração pessoal se dá.

No caso da fusão por incorporação, a sociedade incorporante preexiste ao processo de fusão e aí se produz a unificação dos grupos sociais anteriores; no caso da fusão por concentração, tal

24 Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro. A última alteração a este diploma foi a que resultou do Decreto-Lei n.º 53/2011, de 13 de Abril.

25 Num sentido amplo, haverá fusão heterogénea também quando a diversidade respeite não ao tipo, mas ao objeto ou à sociedade (Ventura, 1990: 36).

processo ocorre numa sociedade criada no próprio processo de fusão, aplicando-se à sua criação o disposto no artigo 106.º n.º 1 do CSC (Gonçalves, 2008: 134).

Não obstante, independentemente da modalidade escolhida, para que o fenómeno de fusão se produza é indispensável que algumas sociedades se extingam<sup>26</sup>, ou todas elas, se do processo resultar uma nova sociedade. Os patrimónios das sociedades que se extinguem deverão, ou só eles, ou juntamente com o património da sociedade que não se extingue, formar o substrato patrimonial da sociedade final (Ventura, 1990).

De acordo com Tantini (1985) a fusão “propriamente dita”, ou seja a fusão por constituição de nova sociedade, tornou-se um ramo estéril do “sistema”, sendo esta opinião reforçada por Ventura (1990) ao considerar desnecessária a constituição de uma nova sociedade para que se realize a operação de fusão.

É desnecessário, salvo hipóteses especiais em que se mostre inconveniente a incorporação, efetuar duas transmissões de patrimónios, com os consequentes incómodos e enganos, se ao mesmo resultado puder chegar-se por meio de uma só transmissão de património (Ventura, 1990: 17).

Silva (2006: 462) partilha da mesma opinião, afirmando que, “raros serão os casos em que a fusão por incorporação não substitua vantajosamente a fusão por constituição de nova sociedade, a qual é menos cómoda e mais onerosa”.

De acordo com Marques (2011: 158) o artigo 112.º do CSC estabelece os efeitos decorrentes da fusão<sup>27</sup>, os quais se verificam com o registo desta, e que por contribuir para o enquadramento dogmático do instituto, devem ser considerados elementos definidores da fusão. Estes efeitos são três: (i) extinção das sociedades incorporadas ou, na fusão por constituição, das sociedades fundidas; (ii) transmissão do património (ativo e passivo) das sociedades extintas para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade e; (iii) aquisição, pelos sócios das sociedades extintas, da qualidade de sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade.

Assim, na fusão por incorporação será necessário aumentar o capital social da sociedade incorporante, pelo menos, na medida em que as quotas/ações próprias desta não sejam suficientes para satisfazer as necessidades de atribuição de participações aos sócios da sociedade incorporada, tendo em conta as regras da relação de troca. De acordo com Ventura (1990: 78):

(...) Os sócios das sociedades extintas devem receber em substituição das participações que nela possuíam, participações do mesmo valor; os sócios da sociedade incorporante devem estar seguros de que as participações a criar na sua sociedade para a troca correspondem ao valor real do património que vai juntar-se àquela sociedade.

Assim, mostra-se imperativo que em resultado da fusão os sócios fiquem com participações de valor real idêntico às que possuíam. Almeida (2011: 853) partilha da mesma opinião ao afirmar que:

Na fusão-incorporação, após a sua efetivação, as participações dos sócios da sociedade incorporante não devem ficar com valor real superior, nem inferior, ao anterior à fusão, e os sócios da sociedade incorporada deverão ficar com participações de valor real idêntico ao das

26 Trata-se de uma extinção sem dissolução nem liquidação, uma vez que se processa automaticamente a transmissão global de património da(s) sociedade(s) extinta(s).

27 No ponto 1.1.4. analisaremos os efeitos resultantes da fusão.



participações que anteriormente possuíam”.

Apesar da atribuição de partes, ações ou quotas da sociedade incorporante ou da nova sociedade aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades a fundir constituir um dos elementos definidores da fusão, nos termos do n.º 5 do artigo 97.º do CSC, podem ser atribuídas aos sócios da sociedade incorporada ou das sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhe forem atribuídas.

De acordo com a doutrina a atribuição de uma quantia monetária tem em vista satisfazer uma exigência prática dado que as participações nas sociedades extintas podem não dar direito a receber um número certo de novas unidades de participação, ou porque há participações sobrantes que não dão direito a um lote inteiro de participações novas, ou porque são insuficientes para obter sequer uma nova unidade de participação (Marques, 2011). Esta compensação pela desigualdade na razão de troca das participações sociais é normalmente conhecida por compensação monetária dos “restos”.

Não consta do n.º 5 do artigo 97.º qualquer limitação ao uso da compensação, da sua redação decorre apenas o carácter supletivo e acessório de pagamentos em dinheiro relativamente à atribuição de participações sociais. Gonçalves (2011: 342), afirma que:

Este silêncio da lei não nos permite afirmar que esteja na liberdade das administrações a atribuição de quantias em dinheiro aos sócios – no limite de 10% – sem qualquer fundamentação para além de uma decisão empresarial. (...) A contrapartida monetária tem uma orientação teleológica precisa: destina-se a suprir aquelas situações em que a atribuição de participações sociais não consegue garantir – pela sua ligação proporcional ao capital social realizado – o valor da participação originária.

Para este autor impõe-se, uma restrição imperativa da permissão prevista no n.º 5 do artigo 97.º do CSC, no sentido de limitar o âmbito de aplicação da atribuição de uma contrapartida em dinheiro aos sócios das sociedades incorporadas ou fundidas, aos casos em que tal se revele necessário para um “*acerto de contas*” entre as participações sociais recebidas e o valor real das suas participações originárias, afirmando que “sempre que tal não se verifique, o recurso à contrapartida prevista no n.º 5 explora o âmbito teleológico da figura, redundando numa aplicação normativa incorreta da permissão legal” (Gonçalves, 2011: 342).

Dada a redação do n.º 5 do artigo 97.º do CSC, parece não haver obstáculo legal a que parte da contraprestação possa ser integrada por uma quantia em dinheiro dentro do limite de 10%, mesmo no caso de não ser necessário um ajustamento da relação de troca.

Parece-nos agora que, tendo em consideração todos os elementos abordados anteriormente, conseguimos de uma forma mais clara encontrar um conceito de fusão de sociedades. De acordo com Gonçalves (2008: 117), da fusão de sociedades comerciais ocorrem modificações objetivas e subjetivas na estrutura societária.

As modificações objetivas constituem numa deslocação global do património de uma ou mais sociedades para outra sociedade, já existente ou para o efeito constituída; ao passo que as modificações subjetivas têm por base uma alteração na esfera jurídica dos sócios, os quais passam a participar na estrutura societária da sociedade incorporante ou da nova sociedade, podendo ainda receber determinada quantia monetária nunca superior a 10% do valor nominal

das novas participações.

Outros autores referem-se às fusões diferenciando-as da mera aquisição de uma sociedade, porque não são feitas mediante o pagamento em dinheiro dos direitos alienados, mas mediante um esquema em que as próprias participações sociais constituem o essencial da prestação, pois o pagamento em dinheiro tem o limite máximo de 10% do valor nominal das participações (Saches, 2008 *apud* Barros, 2011).

Não obstante às duas modalidades abordadas anteriormente – fusão por incorporação e fusão por constituição de nova sociedade –, é ainda contemplada no artigo 116.º do CSC, com a redação dada pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, uma modalidade especial referente à fusão por incorporação de uma entidade totalmente detida pela incorporante. Almeida (2011) afirma que muitos são os casos em que os processos de fusão se iniciam com a aquisição de participações<sup>28</sup> de uma sociedade por outra, a qual se vem a tornar dominante. Para estes casos a lei faculta um processo simplificado de fusão por incorporação. Esta modalidade especial é aplicável à incorporação por uma sociedade de outras de cujas partes, quotas aquela seja titular de pelo menos 90% do capital social.

A peculiaridade desta configuração de fusão, em que a sociedade incorporante detém uma participação totalitária nas sociedades incorporadas, está na inexistência de atribuição de participações sociais, que é um elemento característico do instituto da fusão (Almeida, 2011: 870).

Com efeito, o n.º 2 do artigo 116.º do CSC dispensa, nestes casos, as disposições relativas: (i) à troca de participações sociais; (ii) aos relatórios dos órgãos sociais e de peritos e (iii) à responsabilidade desses órgãos e peritos. Nos termos do n.º 3 do mesmo artigo é, também, dispensada a prévia deliberação das assembleias gerais, desde que o projeto de fusão tenha sido registado e publicado, com a indicação de que não há deliberação da assembleia geral e os sócios tenham podido tomar oportunamente conhecimento do projeto de fusão e documentação anexa, salvo se a convocação for requerida por sócios da sociedade incorporante detentores de pelo menos, 5% do seu capital. De acordo com Ventura (1990: 307):

(...) dado verificar-se uma unificação jurídica de uma realidade económica que, de facto, já esta unificada, consente-se a omissão de algumas das formalidades que têm por finalidade primordial a proteção dos interesses dos sócios das sociedades participantes e que, na incorporação de sociedades totalmente dominadas, se pode pressupor não serem postos em causa. De facto, não há interesses de sócios da sociedade incorporada a acautelar e, por outro lado, pode presumir-se que os interesses dos sócios da sociedade incorporante não sejam prejudicados, uma vez que a sociedade incorporada pertence totalmente àquela.

Adicionalmente, Marques (2011: 320) conclui que dada a não intervenção do órgão de fiscalização e dos peritos em todo o processo, compreende-se que seja afastada a sua responsabilidade. No que respeita aos membros do órgão de fiscalização das sociedades participantes está excluída, portanto, a aplicação do disposto no artigo 114.º n.º 1 do CSC.

---

<sup>28</sup> É importante, neste contexto, diferenciar a fusão a aquisição. De acordo com Almeida (2011) a aquisição é um processo de concentração, cujo sujeito ativo pode ser uma pessoa física ou coletiva, embora normalmente seja uma sociedade que adquire as ações de outra sociedade, quer de forma negociada quer através de uma OPA hostil.

Analizadas estas questões gerais, nos pontos seguintes serão abordadas as várias etapas do processo jurídico da fusão.

### 1.3. O atual processo de fusão

O processo de fusão é um processo complexo sujeito a várias fases.

As fusões não podem ser tomadas de ânimo leve. Levantam sempre numerosas e delicadas questões (avaliações de patrimónios, transferências de pessoal, reorganização de serviços, problemas de ordem fiscal, custo elevado, etc.) que se faz mister ponderar devidamente, numa fase preliminar dominada pela confidencialidade (Silva, 2006: 463).

Na prática o processo de fusão, desde o primeiro passo até ao seu registo definitivo implica um longo período de tempo dado que o período pré-fusão pode demorar vários meses ou até mesmo anos. Bilau (1994) afirma que o período pré-fusão pode ser dividido em duas fases distintas, a primeira constituída por uma vertente estratégica, onde se dá a avaliação das empresas envolvidas e a determinação das relações de troca<sup>29</sup>, a aferição de potenciais sinergias e a negociação da operação, não existindo trâmites legais a seguir por parte das empresas e a segunda onde se dá a decisão de fusão e o fecho do negócio, com varias implicações legais, desde a elaboração do projeto de fusão até ao seu registo definitivo. Nos próximos pontos serão abordados os trâmites legais do processo de fusão desde a elaboração do projeto em conjunto pelas sociedades participantes na operação até ao seu registo definitivo na Conservatória do Registo Comercial onde se dão os efeitos da fusão.

#### 1.3.1. Projeto de Fusão

Tomada a decisão de fusão, as administrações das sociedades a fundir devem, em conjunto, elaborar do projeto de fusão.

Antes da elaboração do projeto de fusão existiu uma fase negocial que culmina com a elaboração deste documento, o qual será apresentado aos sócios em ordem de deliberação da fusão projetada (Gonçalves, 2011: 348).

Todo o processo inicia-se nesta etapa onde é materializado o acordo das diversas administrações quanto aos elementos essenciais da fusão. O projeto de fusão encontra-se sujeito a registo comercial e a consulta como iremos desenvolver mais a frente, devendo ser elaborado por escrito<sup>30</sup>.

Neste projeto devem estar contidos os elementos necessários para o perfeito conhecimento da operação, tanto na sua vertente jurídica, como na sua vertente económica. A lei não fixa de forma exaustiva as matérias que devem ser tratadas e esclarecidas no projeto de fusão, impõe todavia que o projeto contenha certos elementos especificados nas diversas alíneas do n.º 1 do artigo 98.º do CSC<sup>31</sup>.

29 Dada a importância da avaliação de empresas para a correta determinação das relações de troca, dedicaremos o próximo capítulo ao desenvolvimento desta temática.

30 O projeto de fusão pode ainda ser elaborado através de modelo eletrónico. Como forma de simplificar o processo, o artigo 98.º, n.º 4 do CSC dispõe que os projetos de fusão podem ser elaborados de acordo com o modelo que foi aprovado pela Portaria n.º 1256/2009, de 14 de Outubro, e que se encontra disponível em *empresaonline.pt*.

31 De acordo com este artigo, o legislador luso indicou os elementos obrigatórios do projeto de fusão, sendo eles os

Marques e Guiné (2011) referem que esta enumeração não é limitativa, pois além dos elementos taxativamente fixados, do projeto de fusão devem igualmente constar outros elementos necessários ou convenientes para o perfeito conhecimento da operação visada.

A exigibilidade de um conteúdo obrigatório, refletindo os aspetos essenciais da operação projetada, visa garantir o direito à informação dos sócios sobre as condições e efeitos da fusão. O direito à informação constitui o principal meio de tutela dos sócios, porquanto só conhecendo a operação projetada em todos os seus contornos poderão avaliar as suas repercussões para a posição social detida nas sociedades envolvidas e a sua oportunidade e vantagens em termos estratégicos e económico-financeiros (Marques e Guiné, 2011: 178).

É manifesto não caber aqui uma análise, ainda que sumária, dos vários requisitos do n.º 1 do artigo 98.º, no entanto será oportuno deixar algumas notas sobre algumas delas que nos parecem mais relevantes no contexto do trabalho que estamos a desenvolver.

Começando pela alínea c) que estipula que devem constar do projeto de fusão a participação que alguma das sociedades tenha no capital de outra. De acordo com Russo (2012: 597):

(...) Ela visa permitir a aplicação dos artigos 104.º do CSC (Limitação ao exercício de direito de voto no caso de uma sociedade participante na fusão ser titular de participações noutra sociedade participante – n.ºs 1 e 2 – e proibição de atribuição de participações próprias na sociedade incorporante – n.º 3) e 116.º (incorporação de sociedade detida pelo menos a 90% por outra, caso em que se aplica um regime simplificado de fusão).

Desta forma só conhecendo as participações entre as sociedades envolvidas será possível aplicar estes preceitos. Daí a obrigatoriedade de constar no projeto de fusão toda essa informação.

No âmbito da alínea e) do n.º 1 do artigo 98.º do CSC, o projeto de fusão deve referenciar às partes, ações ou quotas que serão atribuídas aos sócios das sociedades que se extinguem com a fusão, bem como as quantias em dinheiro que os mesmos receberão. De acordo com esta mesma alínea, a administração é também obrigada a especificar a relação de troca entre as participações sociais das sociedades extintas e as novas participações sociais na sociedade resultante da fusão. Este dever é intensificado no n.º 3 do artigo 98.º do CSC que especifica que no mesmo projeto, ou em anexo, devem ser indicados os critérios de avaliação das participações sociais adotados e ainda a base da relação de troca entre a participação social detida na sociedade extinta e a participação social detida nas sociedades resultantes da fusão. Deste modo, Elias (2009: 29) conclui que:

---

seguintes: a) a modalidade, os motivos, as condições e os objetivos da fusão, relativamente a todas as sociedades participantes; b) o tipo, a firma, a sede, o montante do capital e o número de matrícula no registo comercial de cada uma das sociedades, bem como a sede e a firma da sociedade resultante da fusão; c) a participação que alguma das sociedades tenha no capital de outra; d) o balanço de cada uma das sociedades intervenientes, donde conste designadamente o valor dos elementos do ativo e do passivo a transferir para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade; e) As partes, ações ou quotas a atribuírem aos sócios da sociedade a incorporar nos termos da alínea a) do n.º 4 do artigo anterior ou das sociedades a fundir nos termos da alínea b) desse número e, se as houver, as quantias em dinheiro a atribuir aos mesmos sócios, especificando-se a relação de troca das participações sociais; f) o projeto de alteração a introduzir no contrato da sociedade incorporante ou o projeto de contrato da nova sociedade; g) as medidas de proteção dos direitos de terceiros não sócios a participar nos lucros da sociedade; h) as modalidades de proteção dos direitos dos credores; i) a data a partir da qual as operações da sociedade incorporada ou das sociedades a fundir são consideradas, do ponto de vista contabilístico, como efetuadas por conta da sociedade incorporante ou da nova sociedade; j) os direitos assegurados pela sociedade incorporante ou pela nova sociedade a sócios da sociedade incorporada ou das sociedades a fundir que possuem direitos especiais; l) quaisquer vantagens especiais atribuídas aos peritos que intervenham na fusão e aos membros dos órgãos de administração ou de fiscalização das sociedades participantes na fusão; m) nas fusões em que seja anónima a sociedade incorporante ou a nova sociedade, as modalidades de entrega das ações dessas sociedades e a data a partir da qual estas ações dão direito a lucros, bem como as modalidades desse direito.

Os critérios de valorização do património de todas as sociedades envolvidas na operação devem ser uniformes, sob pena de poder estar-se a desvirtuar a relação de troca. Como resultado da fusão, os sócios da sociedade fundida não devem ficar a deter participações sociais na nova sociedade de valor diferente ao que possuíam antes da fusão.

A alínea f) refere que deve também fazer parte do projeto de fusão o *dossier* de alteração a introduzir no contrato da sociedade incorporante ou o projeto de contrato de nova sociedade. Esta exigência aplica-se às fusões por incorporação, em que é necessária a atribuição de participações sociais aos sócios da sociedade incorporada, o capital social da sociedade incorporante deverá ser aumentado para a execução da fusão e consequente atribuição das referidas participações, salvo quando a sociedade incorporante disponha de participações sociais (ações ou quotas próprias) que possa utilizar para esse efeito (Ventura, 1990).

De acordo com a alínea i) é elemento obrigatório do projeto de fusão a data a partir da qual as operações da sociedade incorporada ou da sociedade a fundir são consideradas, do ponto de vista contabilístico, como efetuadas por conta da sociedade incorporante ou da nova sociedade. Russo (2012: 598) constata que esta imposição tem que ver com a chamada “retrodatação” da fusão, que permite que, para efeitos contabilísticos e fiscais (n.ºs 7 e 8 do artigo 74.º do Código do IRC), a fusão tenha uma eficácia anterior à do respetivo registo<sup>32</sup>.

Nos termos do n.º 2 do artigo 97.º para que os valores estejam atualizados é necessário que o balanço de cada uma das sociedades não tenha sido encerrado há mais de seis meses da data do projeto de fusão<sup>33</sup>. Caso contrário, deverá ser elaborado um balanço especial reportado a uma data não posterior ao mês anterior à data do projeto de fusão. Este dever é reforçado pelo n.º 1 do artigo 102.º do CSC, que dispõe que, quando reunida a assembleia, a administração deve começar por declarar expressamente se desde a elaboração do projeto de fusão se verificaram mudanças relevantes nos elementos de facto em que ele se baseou. No caso afirmativo devem ser especificadas quais as modificações que devem ser introduzidas no projeto para que este corresponda de forma adequada à realidade das empresas à data.

A anexação do balanço ao projeto de fusão tem dupla finalidade. Em primeiro lugar, tem por objetivo permitir aos sócios das sociedades envolvidas um juízo acerca do estado de cada uma das sociedades em fusão. Em segundo lugar permite a identificação e a determinação do valor contabilístico dos passivos e ativos a transferir para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade (Gonçalves, 2011: 351).

Depois de elaborado, o projeto de fusão, este deverá ser sujeito a fiscalização pelo órgão de fiscalização de cada sociedade e por auditores independentes e necessariamente deve ser objeto de registo e publicidade. Dada a importância e complexidade desta fiscalização, iremos abordá-la no ponto seguinte.

---

32 Desta forma torna-se possível a transferência, por exemplo, dos resultados realizados pelas sociedades incorporadas ou pelas sociedades fundidas, para efeitos de serem incluídos no lucro tributável da sociedade beneficiária (sociedade incorporante ou nova sociedade) respeitante ao mesmo período de tributação em que seriam considerados por aquelas sociedades (cf. n.º 8 do art. 74 CIRC).

33 Será conveniente salientar que a anexação dos balanços da sociedade é também um dos elementos obrigatórios do projeto de fusão, de acordo com a alínea d) do n.º 1 do artigo 97.º do CSC.

### 1.3.2. Fiscalização do projeto de fusão

O projeto de fusão, elaborado em conjunto pelos órgãos de administração das sociedades participantes na operação de fusão, assim como todos os seus anexos “devem ser objeto de controlo interno e externo” (Marques, 2011: 194). O controlo interno é feito pelo órgão de fiscalização de cada sociedade participante, se existente<sup>34</sup> (cf. n.º 1 do artigo 99.º do CSC), enquanto o controlo externo é feito por um Revisor Oficial de Contas (ROC) ou Sociedade de Revisores Oficiais de Contas (SROC) independentes (cf. o n.º 2 do artigo 99.º do CSC). De acordo com o n.º 3 do mesmo preceito se as administrações das sociedades envolvidas na fusão nisso concordarem, em vez de um ROC ou SROC independente designado por cada uma das sociedades, o projeto de fusão poderá ser submetido apenas a um ROC ou SROC a designar pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, a requerimento das sociedades interessadas.

O órgão fiscalização de cada sociedade participante deverá emitir o seu parecer sobre o projeto de fusão, ao passo que o ROC ou a SROC independentes deverão elaborar um relatório “donde conste o seu parecer fundamentado sobre a adequação e razoabilidade da relação de troca das participações sociais” (cf. o n.º 4 do artigo 99.º do CSC).

No entanto, com as alterações introduzidas ao n.º 6 do artigo 99.º do CSC pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, é possível a realização de uma fusão sem a fiscalização do projeto de fusão por um ROC ou SROC independentes, desde que todos os sócios de cada uma das sociedades concordem com tal dispensa. Para este efeito, deve ser elaborada uma ata relativa a cada uma das sociedades com a deliberação unânime de dispensa do parecer do ROC independente. De acordo com Drago (2007: 57), a conclusão que se pode retirar da redação do n.º 6 do artigo 99.º do CSC é que:

(...) O exame do projeto por um ROC independente pode ser dispensado por acordo de todos os sócios de cada uma das sociedades que participam na fusão. (...) Se uma das sociedades pretende dispensar o exame do ROC só poderá fazê-lo licitamente se todos os seus sócios assim deliberarem existe uma deliberação unânime de todos os sócios de cada uma das sociedades participantes que pretendam dispensar as formalidades e obrigações. (...) Se a dispensa do exame não pudesse ser feita isoladamente pela sociedade que assim o pretendesse, mantendo-se o exame para as restantes que nada deliberassem, o legislador não teria usado aquela redação e teria disposto que “(...) O exame do projeto pode ser dispensado se todos os sócios de todas as sociedades, assim o decidirem”. Assim no nosso entender a dispensa do exame pode valer isoladamente para cada uma das sociedades envolvidas na fusão.

Desta forma, Russo (2012) conclui que, no limite, dada a possibilidade de, por acordo unânime dos sócios de todas as sociedades participantes, se poder dispensar a fiscalização externa, poderá haver situações em que não haja qualquer tipo de fiscalização, caso nenhuma das sociedades participantes se encontre provida de órgão de fiscalização<sup>35</sup>.

Conforme referimos anteriormente o parecer do ROC, quando existir, abrange todo o projeto de

34 O órgão de fiscalização será o Conselho Fiscal ou Fiscal Único nas sociedades anónimas que adotem o modelo clássico de administração; a comissão de auditoria nas sociedades com modelo anglo-saxónico e o Conselho Geral e de supervisão nas sociedades com modelo germânico. Nas sociedades por quotas só existirá Conselho Fiscal ou Fiscal Único se os estatutos assim o impuserem ou forem ultrapassados os parâmetros indicados no n.º 2 do artigo 262.º do CSC.

35 Podemos dar o exemplo da fusão de duas sociedades por quotas em que em nenhuma delas foi ultrapassado o limite indicado no n.º 2 do artigo 262.º do CSC. Neste caso, sendo dispensada a fiscalização externa, não haverá qualquer tipo de fiscalização.

fusão e respetivos anexos. No entanto, Marques (2011: 196) afirma que:

(...) Apesar deste exame pericial incidir sobre todo o projeto e anexos, o núcleo essencial da análise dos peritos respeita à apreciação da correção da avaliação da situação económico-financeira das sociedades intervenientes, que constitui a base da relação de troca das participações.

As relações de troca das participações sociais devem ser adequadas e garantir a manutenção da qualidade de sócio na sociedade resultante. Os sócios da sociedade incorporada ou a fundir devem receber participações sociais e, eventualmente, uma quantia em dinheiro do mesmo valor que tinham as participações primitivas<sup>36</sup>. Com efeito, especifica o n.º 4 do artigo 99.º do CSC que os ROC deverão dar parecer fundamentado acerca da “adequação e razoabilidade” da relação de troca proposta pelas administrações, nomeadamente quanto ao método seguido e a sua correta aplicação na fusão projetada<sup>37</sup>. Para tal o ROC ou SROC designados poderão exigir das sociedades participantes as informações ou documentos que julguem necessários, bem como proceder aos exames indispensáveis ao cumprimento das suas funções (cf. o n.º 5 do artigo 99.º do CSC).

Importa neste contexto referir que, segundo o artigo 114.º do CSC, tanto os membros do órgão de administração como os membros do órgão de fiscalização, quando os haja, das sociedades participantes, são solidariamente responsáveis pelos danos causados pela fusão à sociedade e aos seus sócios e credores, desde que na verificação da situação patrimonial das sociedades e na conclusão da fusão, não tenham observado a “diligência de um gestor criterioso e ordenado” (cf. o n.º 1 do artigo 114.º do CSC)<sup>38</sup>. De acordo com o artigo 82.º do CSC, ficam também responsáveis o ROC ou SROC que tiverem emitido pareceres sobre o projeto de fusão.

Após a conclusão dos pareceres dos órgãos de fiscalização e do ROC ou SROC, mediante as condições apresentadas anteriormente, as administrações de cada uma das sociedades intervenientes deverão proceder ao registo e publicidade do projeto de fusão na Conservatória do Registo Comercial.

### **1.3.3. O registo e publicidade do projeto de fusão**

Concluído o processo de fiscalização do projeto de fusão a que se refere o artigo 99.º do CSC, deve o mesmo ser submetido a registo, nas Conservatórias do Registo Comercial em que se encontrem matriculadas as sociedades participantes (cf. n.º 1 do artigo 100.º do CSC). O registo é obrigatório (cf. artigo 3.º, n.º 1 alínea p), e o artigo 15.º, n.º 1, do Código do Registo Comercial) e realiza-se por

36 Note-se que o valor máximo é o constante do n.º 5 do artigo 97.º do CSC (10% do valor nominal das participações que lhe forem atribuídas) e só pode ser usado mediante o consentimento dos sócios em causa ou para acertar valores das participações de fusão. Numa operação de fusão, não podem, de forma alguma, ser substituídas por dinheiro as participações na nova sociedade ou na sociedade incorporante, porque nestas operações a transformação da posição societária é essencial.

37 Deste parecer deve obrigatoriamente constar (i) os métodos seguidos na definição da relação de troca proposta; (ii) a justificação da aplicação ao caso concreto dos métodos utilizados pelo órgão de administração das sociedades ou pelos próprios revisores; (iii) os valores encontrados através de cada um desses métodos; (iv) a importância relativa que lhes foi conferida na determinação dos valores propostos; (v) as dificuldades especiais com que tenham deparado nas avaliações a que procederam.

38 É importante ter presente que este preceito serve de reforço ao estipulado no artigo 64.º do CSC, onde são discriminados os deveres fundamentais dos gerentes ou dos administradores da sociedade. Segundo este artigo, os gestores ou administradores devem observar deveres de cuidado e de lealdade.

depósito<sup>39</sup> (cf. artigo 53.º-A, n.º 4, alínea a), do CRC), devendo constar a menção especial da modalidade de fusão, e da firma e sede das sociedades participantes. Este registo prévio serve, essencialmente para convocar as assembleias gerais que se vão pronunciar sobre a fusão e informar os credores sobre a operação.

Não há qualquer controlo de legalidade do projeto de fusão por parte dos serviços do registo comercial (cf. artigo 47.º do Código do Registo Comercial). Desta forma compreende-se que o registo em apreço seja praticamente imediato, devendo ocorrer no próprio dia em que for pedido (cf. n.º 3 do artigo 54.º do CRC). Efetuado o registo, este é publicado oficiosamente e automaticamente pelo serviço de registo e deverá conter a indicação de que os credores podem opor-se à fusão nos termos do artigo 101.º-A do CSC<sup>40</sup>. Simultaneamente com a publicação do registo pode, também ser automática e gratuitamente publicada a convocatória da assembleia geral, se os respetivos elementos forem indicados no pedido de registo do projeto de fusão (cf. os n.ºs 4 e 5 do artigo 100.º do CSC).

A assembleia geral deve ser realizada, pelo menos um mês sobre a data da publicação da convocatória (cf. n.º 2 do artigo 100.º do CSC). Este período de 30 dias serve essencialmente para os sócios, credores e representantes dos trabalhadores consultarem toda documentação sobre o processo de modo a tomarem as suas posições da forma conveniente<sup>41</sup>.

#### **1.3.4. Direito de informação dos sócios, credores e representantes dos trabalhadores**

Como mencionado no ponto anterior, as assembleias gerais de cada uma das sociedades intervenientes devem ser convocadas com uma antecedência mínima de 30 dias. A convocatória, para além dos requisitos gerais, deve obrigatoriamente referir que o projeto de fusão, e bem assim toda a documentação obrigatória ou facultativamente a ele anexa podem ser consultados na sede da sociedade pelos sócios, credores e representantes dos trabalhadores<sup>42</sup>.

Este direito é conferido primeiramente aos sócios das sociedades participantes. Para que possam exercer de modo devidamente esclarecido os direitos de voto de sua titularidade (artigos 100.º, n.º 2, 102.º e 103.º do CSC), é imprescindível que os sócios estejam devidamente informados sobre a fusão projetada, nomeadamente da relação de troca constante do projeto de fusão.

No que respeita aos credores das sociedades participantes, a tutela passa essencialmente pelo direito de oposição que lhes é atribuído nos termos do artigo 101.º-A. Por assim ser, o direito à consulta é, de algum modo e em termos práticos, pressuposto do exercício do direito de oposição (Russo, 2012).

<sup>39</sup> O registo por depósito é feito através de um mero arquivamento de documentos que titulam factos sujeitos a registo.

<sup>40</sup> A oposição dos credores sociais à fusão será abordada no ponto 2.1.2.5.

<sup>41</sup> No caso dos sócios referimo-nos à deliberação do projeto, enquanto que aos credores estamos a falar do direito de oposição que lhes é conferido. Os trabalhadores poderão também elaborar um parecer sobre a operação que deverá ser anexado aos relatórios dos peritos independentes. Iremos abordar estas temáticas nos pontos seguintes.

<sup>42</sup> Dispõe o artigo 101.º do CSC que a partir da publicação e registo do projeto, os sócios, credores e representantes dos trabalhadores de qualquer uma das sociedades participantes na fusão poderão consultar na sede de cada uma das sociedades e obter sem encargos cópias dos seguintes documentos: (i) projeto de fusão; (ii) relatórios e pareceres elaborados pelos órgãos da sociedade e por peritos; e (iii) das contas, relatórios dos órgãos de administração, relatórios e pareceres dos órgãos de fiscalização e deliberações de assembleias gerais sobre essas contas, relativamente aos três últimos exercícios.



Quanto aos trabalhadores, o seu interesse de consulta é claro: as sinergias e economias de escala que tantas vezes motivam a fusão e que quando concretizadas podem repercutir-se na sua atividade. Desta forma, dispõe o n.º 1 do artigo 101.º do CSC que os representantes dos trabalhadores<sup>43</sup> gozam do aludido direito de consulta (cf. n.º 1 do artigo 101.º), podendo apresentar o seu próprio parecer sobre a fusão projetada. Este parecer, quando realizado, deve ser anexado ao relatório elaborado pelos órgãos da sociedade e pelos peritos (cf. n.º 2 do artigo 101.º).

Gonçalves (2011: 367) afirma que esta consulta de documentos, especificada no artigo 101.º do CSC regula “duas situações diferentes e dogmaticamente distintas: o direito à informação dos sócios e aquilo que só impropriamente poderemos denominar direito de informação dos credores sociais e dos trabalhadores das sociedades envolvidas”. De acordo com este autor na primeira hipótese está em causa o mesmo direito consagrado na alínea c) do n.º 1 do artigo 21.º do CSC do sócio a “obter informações sobre a vida da sociedade, nos termos da lei e do contrato”.

Trata-se de uma especificação do direito de consulta preparatória da assembleia geral, destinado ao esclarecimento acerca da fusão projetada em ordem à formação do sentido de voto na assembleia convocada. Neste contexto a concretização normativa deste direito deve, ser reconduzida à dogmática geral do direito à informação dos sócios. No caso dos credores e dos trabalhadores, o contexto dogmático é diverso. Para os credores o “direito de informação” não se destina ao exercício de qualquer posição jurídica social, serve antes da tutela dos credores para quem a operação projetada pode surgir como uma diminuição das suas garantias creditícias. Encontra-se, portanto, teleologicamente orientado ao exercício do direito de oposição, previsto no artigo 101.º-A do CSC. O mesmo vale para os trabalhadores, uma vez que este direito de informação está orientado à possibilidade das estruturas representativas dos trabalhadores avaliarem as repercussões da fusão na manutenção dos seus postos e trabalho e na eventual alteração dos regimes laborais aplicáveis (Gonçalves, 2011: 367).

Diante deste cenário torna-se claro que o legislador preocupou-se, fundamentalmente, em acautelar os direitos dos sócios, credores e trabalhadores, dando-lhes o direito à consulta destes elementos para que possam tomar as suas posições quanto à operação. Nos pontos seguintes analisaremos o direito de oposição dos credores sociais e posteriormente a deliberação dos sócios, para o exercício dos quais se mostra fundamental a consulta de toda esta documentação.

### **1.3.5. Direito de oposição dos credores sociais**

A melhor garantia dos credores sociais, é dada através da alínea a) do artigo 112.º do CSC, que dispõe que com a conclusão da fusão transmitem-se os direitos e obrigações das sociedades fundidas para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade. Ou seja, a sociedade incorporante, ou a nova sociedade, responde solidariamente pelas dívidas das sociedades fundidas.

Não obstante, são dadas outras garantias aos credores das sociedades envolvidas no processo de fusão, nomeadamente o direito a opor-se à operação. Assim nos termos do artigo 101.º do CSC, a partir da publicação da convocatória ou do aviso aos credores, estes têm direito de consultar, nas sedes das sociedades intervenientes, e obter, sem encargos, cópia integral dos mesmos documentos a que os próprios sócios têm acesso. Pela análise destes documentos os credores que se sentirem prejudicados

---

43 Ou no caso de não existirem, os próprios trabalhadores.

poderão pedir a satisfação do seu crédito ou a prestação de algumas garantias adicionais. Se este pedido não for satisfeito os credores poderão, mediante o cumprimento das condições previstas no artigo 101.º-A do CSC, deduzir oposição judicial à fusão.

A oposição judicial é válida, nos termos do artigo 101.º-A, apenas quando: (i) os créditos sejam anteriores à data de publicação da convocatória ou do aviso aos credores; (ii) da fusão derivem prejuízos para a realização dos seus créditos, nomeadamente por diminuição de garantias patrimoniais; (iii) tenham solicitado à sociedade o pagamento dos seus créditos ou a prestação de garantias adequadas; (iv) tenham decorrido mais de 15 dias sem que a sociedade tenha satisfeito essa solicitação e; (v) não tenha decorrido mais de um mês a contar da publicação de convocatória ou do aviso.

A oposição judicial segue o regime consagrado no artigo 1488.º do Código do Processo Civil, devendo o requerente provar o seu crédito e demonstrar qual o prejuízo que lhe acarreta a fusão. Julgada procedente, o tribunal ordenará o reembolso do crédito (se ele já for exigível), ou condenará a devedora a prestar caução.

Nos termos do artigo 101.º-B do CSC, a pendência da oposição judicial exercida pelos credores impede a inscrição definitiva da fusão no registo comercial, salvo se (i) a oposição for julgada improcedente, por decisão com trânsito em julgado, ou, no caso de absolvição da instância, não ter o oponente intentado nova ação no prazo de 30 dias; (ii) houver desistência do oponente; (iii) a sociedade satisfizer o oponente ou prestado a caução fixada por acordo ou por decisão judicial; (iv) o oponente consentir na inscrição; ou (v) for consignada em depósito a importância devida ao oponente.

De entre os credores a lei estabelece um regime especial para os titulares de obrigações, cujo direito de oposição deve ser exercido coletivamente através de um representante eleito pela assembleia dos credores obrigacionistas, convocada para o efeito, a qual delibera por maioria absoluta dos obrigacionistas presentes ou representados (artigo 101.º-C do CSC).

Refira-se ainda que os portadores de obrigações convertíveis em ações, ou com *warrants* que deem direito à subscrição de ações, gozam dos direitos que lhes tiverem sido atribuídos no projeto de fusão e, na sua falta, do direito de oposição nos mesmos termos dos credores obrigacionistas.

Por outro lado, estipula o artigo 101.º-D do CSC que os portadores de títulos que não sejam ações, mas aos quais sejam inerentes direitos especiais, devem continuar a gozar de direitos pelo menos equivalentes na sociedade incorporante ou na nova sociedade.

A questão é saber, em direito português, a que títulos que não sejam ações se refere esta disposição. Afigura-se-nos que estão aqui incluídas quer as obrigações convertíveis em ações, quer as obrigações com *warrants*, quer os *warrants* autónomos que deem direito a subscrição de ações (Almeida, 2011: 869).

Assim, nos termos do artigo 101.º-D todos os portadores destes títulos mantêm direitos equivalentes na sociedade incorporante ou na nova sociedade, salvo se: (i) for deliberado em assembleia especial dos portadores de títulos e por maioria absoluta do número de cada espécie de títulos que os referidos direitos podem ser alterados; (i) todos os portadores de cada espécie de títulos consentirem individualmente na modificação dos seus direitos, caso não esteja prevista, na lei ou no

contrato social, a existência de assembleia especial; ou (iii) o projeto de fusão prever a aquisição desses títulos pela sociedade incorporante ou pela nova sociedade e as condições dessa aquisição forem aprovadas, em assembleia especial, pela maioria dos portadores presentes e representados.

### 1.3.6. Deliberação do projeto

Como vimos anteriormente, os sócios, os credores e os representantes dos trabalhadores dispõem de um período de um mês para consultar toda a documentação e opor-se à fusão.

O passo seguinte da fusão tem que ver com a aprovação da mesma pela assembleia geral de cada sociedade participante (cf. n.º 2 do artigo 100.º do CSC).

A fusão é um processo longo. Entre a elaboração do projeto e a deliberação da fusão podem decorrer alguns meses, durante os quais as sociedades envolvidas continuam a sua atividade com perfeita independência jurídica. Desta forma, os n.ºs 1 e 2 do artigo 102.º do CSC, estipulam que assim que se tiver reunido a assembleia os administradores deverão começar por declarar se desde a elaboração do projeto de fusão houve mudança relevante nos elementos de facto em que ele se baseou<sup>44</sup> e, no caso de afirmativo, quais as modificações que se tornam necessárias. As propostas apresentadas em todas as assembleias das sociedades envolvidas devem ser rigorosamente iguais, qualquer modificação introduzida pela assembleia equivale à rejeição da proposta, sem prejuízo de renovação desta (cf. n.º 3 do artigo 102.º do CSC).

Nos termos do n.º 1 do artigo 103.º do CSC as deliberações da assembleia são tomadas, na falta de disposição especial, quando se obtenha o *quorum* deliberativo exigido para a transformação da respetiva sociedade<sup>45</sup>.

Conforme o n.º 2 do artigo supracitado a deliberação só é eficaz para efeitos de registo da fusão, após a assembleia manifestar o consentimento dos sócios prejudicados, não bastando assim a deliberação da fusão pelos sócios das sociedades participantes. No que toca a esta temática, os sócios podem ser prejudicados de três formas: (i) aumento das suas obrigações, (ii) afetação de direitos especiais ou (iii) alteração da proporção das suas participações.

De acordo com Cordeiro (2011: 389) o aumento das obrigações normalmente ocorre em situações de fusão heterogénea, em que a nova sociedade ou a sociedade incorporante são de tipo societário diverso da sociedade extinta, resultando daí para os sócios uma responsabilidade mais gravosa do que aquela que sobre eles pendia na sociedade originária.

Quanto aos direitos especiais, a sua afetação exige, também, o consentimento dos sócios que virem esses direitos especiais modificados<sup>46</sup>. Este preceito deve ser conjugado com a alínea j) do artigo

44 Em causa está toda e qualquer circunstância seja ela patrimonial, jurídica, legislativa, estrutura societária, identidade dos sócios, etc., que possa ser relevante.

45 O qual, para as sociedades por quotas é de  $\frac{3}{4}$  dos votos correspondentes ao capital social (cf. n.º 1 do artigo 265.º do CSC) e para as sociedades anónimas (em que é obrigatória, em primeira convocatória a presença de acionistas que detenham ações representativas de, pelo menos,  $\frac{1}{3}$  do capital social, conforme o n.º 2 do artigo 383.º) é de  $\frac{2}{3}$  dos votos emitidos (cf. n.º 3 do artigo 386.º), ou, em segunda convocatória, a simples maioria, caso estejam presentes acionistas detentores de ações que, pelo menos, representem metade do capital social (cf. n.º 4 do artigo 386.º).

46 Podemos aqui tomar como exemplo o direito especial à gerência (cf. o n.º 3 do artigo 257.º). Nestes casos, quando após a

98.º do CSC, nos termos do qual o projeto de fusão deve fazer menção aos direitos assegurados aos sócios titulares de direitos especiais. Temos, portanto, uma delimitação de regime em torno dos conceitos direitos especiais assegurados e direitos especiais afetados. Todavia, de acordo com Gonçalves (2011) trata-se de uma única realidade delimitada pela negativa: os direitos especiais afetados são aqueles que não se encontram assegurados na sociedade incorporante ou na nova sociedade.

Por fim, os sócios podem também ser prejudicados pela alteração da proporção das suas participações sociais, ou seja, está subjacente nesta situação a alteração da proporcionalidade entre participações sociais dos sócios da mesma sociedade. Exige-se, portanto, que na sociedade incorporante ou na nova sociedade, os sócios das sociedades extintas mantenham, para além do valor real da sua participação social, a mesma razão de proporcionalidade entre as participações sociais dos seus sócios congéneres (Marques, 2011).

Se alguma das sociedades envolvidas na operação de fusão tiver várias categorias de ações, torna-se ainda necessário a aprovação do projeto de fusão pelas assembleias especiais de cada categoria de ações (cf. n.º 3 do artigo 103.º do CSC).

Para evitar abusos de posição dominante, no caso de alguma das sociedades possuir participação no capital de outra, não pode dispor de número de votos superior à soma dos que competem a todos os outros sócios (cf. n.º 1 do artigo 104.º do CSC). Para este efeito somam-se aos votos de outras sociedades que com aquela se encontrem em relação de domínio ou de grupo, bem como os votos de pessoas que atuem em nome próprio, mas por conta de alguma dessas sociedades (cf. n.º 2 do artigo 104.º do CSC). Ou seja, de acordo com Almeida (2011), a solução para evitar abusos de posição dominante passou por limitar os direitos sociais da sociedade dominante, nos casos em que esta detenha participações no capital de outra em moldes que lhe permita dispor de mais de 50% dos direitos de voto em assembleia geral.

Após a deliberação de fusão e não se verificando oposição judicial dos credores, dado que esta impede o registo (ou, caso se verifique oposição, verificando alguns dos factos referidos no n.º 1 do artigo 101.º-B do CSC), deve ser requerida a inscrição da fusão no registo comercial, por qualquer dos administradores das sociedades participantes ou da nova sociedade, de acordo com o artigo 111.º do CSC.

Ainda no que toca à deliberação da fusão, importa salientar que os sócios que votem contra o projeto de fusão gozarão do direito de se exonerarem se tal lhes for atribuído pela lei ou contrato de sociedade (cf. n.º 1 do artigo 105.º do CSC).

### **1.3.7. Direito de exoneração dos sócios**

O legislador tentou assegurar um justo equilíbrio entre, de um lado, o interesse da sociedade – e

---

fusão não seja assegurado o direito, a deliberação do projeto fica dependente dos sócios que o irão perder.

do coletivo dos sócios – em se reorganizar e reestruturar, num processo de concentração empresarial e, por outro lado, os direitos individuais dos sócios em manter a sua posição societária (Almeida, 2011). Todo o processo de fusão tem com peça basilar a avaliação de empresas que ditará as relações de troca. Estas relações de troca, devem ser justas e equilibradas, constituindo o principal direito dos sócios das sociedades intervenientes. Ou seja, com a fusão deverão ser atribuídas aos sócios da sociedade extinta participações sociais da nova sociedade ou da sociedade incorporante de valor equivalente ao das que possuíam na sociedade fundida.

Não obstante, o artigo 105.º do CSC prevê ainda que se a lei ou o contrato de sociedade atribuir a um sócio que tenha votado contra o projeto de fusão o direito de se exonerar, pode o sócio exigir, no prazo de um mês a contar da deliberação, que a sociedade adquira ou faça adquirir a sua participação social.

(...) Fica claro que, o artigo 105.º do CSC não confere ele mesmo, qualquer direito à exoneração, já que esta vai buscar a sua admissibilidade, no contrato social, ou na lei. Não se encontra no CSC qualquer preceito que preveja o direito de exoneração do sócio, em caso de fusão de sociedade (em nome coletivo, por quotas, ou anónima) (Drago, 2007: 70).

De igual modo Vasconcelos (2001: 174) entende que apesar de o artigo 105.º do CSC ter como epígrafe “*direito de exoneração dos sócios*”, tal preceito não atribui qualquer direito de exoneração aos sócios que tenham votado contra a deliberação de fusão, com fundamento na fusão em si mesma, limitando-se a regulamentar, no contexto do procedimento de fusão, o exercício de tal direito, quando este seja eventualmente conferido pela “lei ou contrato de sociedade” para tal hipótese.

França (1988: 209) também partilha uma opinião semelhante. Esta defende que o direito de exoneração é pressuposto do artigo 105.º do CSC, mas este não o atribui. No entender desta autora, o legislador não considerou que a fusão, em si mesma, justificasse o afastamento voluntário do sócio.

No entanto Matos (2001: 168) têm uma visão contrária à dos autores mencionados anteriormente. Para este autor, a fusão de sociedades apresenta-se como uma “causa legal de exoneração dos sócios, em virtude do artigo 105.º do CSC estabelecer a possibilidade de a lei ou o contrato atribuir o direito de exoneração ao sócio que tenha votado contra o projeto”.

De duas uma: ou se conclui que o legislador disse mais do que pretendia dizer no n.º 1 do artigo 105.º do CSC e, por conseguinte, o direito de exoneração, no caso de fusão, apenas se dá quando previsto nos estatutos; ou se entende, pelo menos, que no artigo 240.º do CSC [referente às condições de exoneração dos sócios], o legislador disse menos do que aquilo que pretendia dizer” (Baxe, 2010: 149).

Este autor inclina-se para esta última interpretação, na medida em que considera que a lei devia prever no artigo 240.º do CSC a exoneração dos sócios em processo de fusão.

Russo (2012: 602) sobre esta temática, conclui que uma vez que a lei não atribui tal direito (com exceção dos casos previstos no n.º 5 do artigo 3.º do CSC, na eventualidade da fusão implicar a transferência da sede para o estrangeiro), resta a hipótese – decerto pouco frequente – de o direito de exoneração ser atribuído contratualmente.

Não obstante, o direito de exoneração do sócio não afeta o direito de alienar a sua quota a

terceiros, não estando nesse caso, a alienação sujeita às limitações estatutárias, mas *a contrario*, apenas às legais (cf. n.º 4 do artigo 105.º). Ou seja, “em caso de fusão, as limitações estatutárias à transmissibilidade das participações sociais são inoponíveis aos sócios das sociedades intervenientes, apenas se mantendo as limitações legais” (Almeida, 2011: 867).

Para o efeito, salvo estipulação diversa do contrato de sociedade ou acordo das partes, a contrapartida da aquisição será calculada de acordo com o respetivo valor patrimonial à data da deliberação de fusão, conforme avaliação de um ROC designado por acordo das partes ou, na sua falta, pelo tribunal, podendo ser requerida segunda avaliação nos termos do artigo 1498.º do CPC (cf. n.ºs 2 e 3 do artigo 105.º do CSC). Ainda de acordo com Almeida (2011: 867), “por esta via poderão ser criadas mais dificuldades às operações de concentração do que pelo exercício do direito de exoneração, pois, poderão interferir com as maiorias de controlo”.

No ponto seguinte iremos analisar os casos em que a operação de fusão implica um aviso prévio à Autoridade da Concorrência.

### **1.3.8. Notificação Prévia**

Como abordamos anteriormente as operações de concentração empresarial (onde se encontram incluídas as operações de fusão, de acordo com a alínea a) do n.º 1 do artigo 36.º da Lei da Concorrência – Lei n.º 19/2012) trazerem inúmeras vantagens para as empresas, nomeadamente em ganhos de eficiência, que podem refletir-se no bem-estar dos consumidores nos casos em que tais eficiências se traduzem em preços mais baixos ou aumento da qualidade ou diversidade dos produtos ou serviços comercializados pelas empresas. No entanto, existem casos em que estas operações podem suscitar efeitos negativos na estrutura concorrencial do mercado.

Em regra, tais efeitos são mais perniciosos quanto mais elevados for o grau de concentração do mercado (*maxime* em caso de monopólio), na medida em que a concentração se traduza na possibilidade de exercício de poder de mercado em detrimento dos outros agentes económicos e dos consumidores (Pereira, 2009: 181).

Este aumento de poder de mercado de que o autor fala ocorrerá quando as empresas, após a operação de concentração obtenham a capacidade de aumentar os preços de forma lucrativa, reduzir a produção, a escolha ou a qualidade dos bens e serviços, diminuírem a inovação ou seja, quando de alguma forma consigam violar um dos pressupostos da concorrência efetiva.

Desta forma o n.º 1 do artigo 37.º da Lei da Concorrência consagra a obrigatoriedade de notificação prévia à Autoridade da Concorrência (doravante AdC), de todas as operações de concentração que: (i) em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce uma quota igual ou superior a 50% no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste; (ii) em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce uma quota igual ou superior a 30% e inferior a 50% no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal, no último exercício, por pelo

menos duas das empresas que participam na operação de concentração seja superior a cinco milhões de euros, líquidos dos impostos com estes diretamente relacionados; ou (iii) o conjunto de empresas que participam na concentração tenha realizado em Portugal, no último exercício, um volume de negócios superior a 100 milhões de euros, líquidos dos impostos com este diretamente relacionados, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal por pelo menos duas dessas empresas seja superior a 5 milhões de euros.

Nestes casos a operação deve ser notificada à AdC após a conclusão do acordo e antes de realizadas, ou seja depois da aprovação pelas administrações do projeto de fusão e antes do seu registo definitivo. A entidade reguladora deve proferir a decisão sobre uma concentração notificada no prazo de 30 dias úteis contados a partir da data de produção de efeitos da notificação (cf. artigos 49.º e 50.º da Lei da Concorrência)<sup>47</sup>.

É proibida a realização das operações fusão sujeitas a notificação prévia antes de terem sido notificadas e antes de terem sido objeto de uma decisão da AdC, expressa ou tácita, de não oposição (cf. artigo.º 40.º da Lei n.º 19/2012, de 8 de maio).

Não obstante, caso as entidades procedam ao registo definitivo da operação sem o consentimento da AdC, a nulidade da fusão deverá ser requerida judicialmente pela entidade reguladora, pelo Ministério público ou qualquer interessado no prazo de seis meses a contar da publicação do registo definitivo de fusão (cf. o n.º 2 do artigo 117.º).

### **1.3.9. O ato de fusão e o seu registo definitivo**

Após a deliberação das assembleias gerais, as administrações das sociedades intervenientes, com poderes para vincular as sociedades, devem redigir e assinar um documento (Ato de Fusão) consubstanciando os termos da fusão e a eventual constituição de uma nova sociedade (cf. artigo 106.º do CSC). Este documento deverá conter os termos e condições do projeto de fusão aprovado pelas assembleias gerais das sociedades intervenientes, menção das respetivas deliberações, assim como a indicação se foram ou não deduzidas oposições à fusão e, em caso afirmativo, os factos permissivos da fusão (cf. n.º 1 do artigo 101.º-B do CSC). No caso de constituição de nova sociedade devem ser observados os princípios e as regras que regem essa constituição e anexados os respetivos estatutos.

Após a elaboração deste documento, qualquer dos administradores das sociedades participantes poderá requerer o registo da fusão na Conservatória do Registo Comercial (cf. artigo 111.º do CSC), no prazo de dois meses contados da data da aprovação da fusão pelos sócios em assembleia-geral (cf. n.º 2 do artigo 15.º do CRC), sendo feito por “transcrição” (cf. alínea r) do n.º 1 do artigo 3.º do CRC e o n.º 5 do artigo 53.º-A *a contrario sensu* do CRC). Segue-se a publicação às expensas da sociedade, oficiosamente promovida pela Conservatória do Registo Comercial, no *site* [www.mj.gov.pt/publicacoes](http://www.mj.gov.pt/publicacoes)

---

<sup>47</sup> No entanto caso a Autoridade adote uma decisão de início de uma investigação aprofundada, o prazo para a decisão final é de 90 dias úteis contados da data de produção de efeitos da operação de concentração notificada (cf. artigos 52.º e 53.º da Lei da Concorrência).

(cf. alínea a) do n.º 1 do artigo 70.º do CRC).

Desde a entrada em vigor do Decreto-Lei 76-A/2006, de 29 de março a formalização do “ato de fusão”, por escritura pública ou documento particular autenticado, apenas será necessária quando por ela se opere a transmissão de imóveis. Com efeito, os negócios jurídicos pelos quais se transmitam imóveis devem ser celebrados por escritura pública ou por documento autenticado (cf. se prevê para a compra e venda e para outros negócios onerosos com eficácia real, previstos nos artigos 875.º e 939.º do Código Civil, respetivamente).

Ao contrário do registo do projeto de fusão, que apenas serve para dar publicidade e oportunidade a terceiros de se oporem à fusão, o registo definitivo da fusão é constitutivo<sup>48</sup>, uma vez que só com a sua inscrição no registo comercial se produzem os efeitos da fusão (cf. n.º 4 do artigo 55.º do CRC).

#### 1.4. Efeitos da Fusão

A conclusão do processo de fusão dá-se, como referido anteriormente, com o registo definitivo. É com este registo que se produzem os efeitos da fusão<sup>49</sup>. De acordo com o artigo 112.º do CSC, os efeitos da fusão são: (i) a extinção das sociedades incorporadas, ou no caso de constituição de nova sociedade, de todas as sociedades fundidas, (ii) a transmissão dos direitos e obrigações (património) para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade e (iii) a passagem dos sócios das sociedades extintas para sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade nos termos previstos e votados no projeto de fusão a menos que tenham exercido direito de exoneração, caso a ele haja lugar, ou que tenham recebido quantias em dinheiro em troca de participações.

Quanto ao primeiro efeito, a fusão acarreta a extinção de pelo menos uma das sociedades que nela participem. Todavia, para um amplo setor doutrinal, este efeito deve ser habilmente interpretado, já que mais do que uma extinção haverá uma transformação.

Embora pela fusão se extingam as sociedades incorporadas e fundidas, a verdade é que elas não findam verdadeiramente e apenas continuam a sua existência em condições diversas isto é, a sua personalidade jurídica não desaparece, apenas se transforma, porquanto, em qualquer das modalidades, há transferência de patrimónios e deslocações de sócios de uma para outra (Silva, 2006: 462).

Este efeito prende-se diretamente com a transferência do património das sociedades extintas para a sociedade incorporante ou para a nova sociedades que dá-se a “título universal”, sem necessidade de praticar os atos necessários para a transmissão singular de cada um dos elementos do ativo e do passivo.

(...) A transferência de património *universitas juris* produz a transferência de todos os créditos que o compõem e das suas garantias (...) A sociedade que continua em vida poderá exigir dos terceiros a observância de todos os contratos em curso, de locação, de seguro, de abertura de

48 Donde decorre uma presunção *iuris et de iure*, ou seja, decorre uma presunção legal absoluta, que não admite prova em contrário.

49 Note-se que antes da apresentação para a inscrição no registo de fusão da sociedade incorporante ou da nova sociedade, mesmo que a operação já esteja combinada e fechada entre as empresas envolvidas, tudo deverá processar-se como se as sociedades fundidas não tivessem sido extintas.



créditos e outros... Conjuntamente com o ativo passam para a sociedade sobrevivente as dívidas anteriores à fusão, como as resultantes da mesma (...). A sociedade sobrevivente torna-se devedora em nome próprio e não como representante da sociedade extinta (...) (Vivante, *apud* Drago, 2007: 27).

Ventura (1990: 236) pronuncia-se também sobre a transmissibilidade a título universal, dizendo que existe “sucessão a título universal quando se transmite um património (com todos os seus direitos e obrigações) como uma unidade, como um todo abstrato, passando dum ente para outro na sua figuração complexiva e unitária”.

No que respeita às posições contratuais das sociedades extintas, estas devem ser asseguradas pela sociedade incorporante ou pela nova sociedade, assim como o respetivo passivo.

Um eventual estabelecimento que tenha agregado vínculos laborais e que faça parte do património da sociedade fundida, passa a ser naturalmente encabeçado pela sociedade incorporante, sem que se revele qualquer alteração nos respetivos vínculos laborais, que se manterão absorvidos na sociedade resultante (Drago, 2007: 32).

De facto, nos termos do n.º 1 do artigo 318.º do Código do Trabalho, com a transmissão dos estabelecimentos, transmite-se para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade a posição jurídica de empregador nos contratos de trabalho dos respetivos trabalhadores, bem como a responsabilidade pelo pagamento de coimas.

Nada obstante, existem casos em que mesmo depois de registada a fusão pode ser considerada nula. No ponto seguinte apresentamos essas situações.

### **1.5. Nulidade da fusão**

O artigo 117.º do CSC prevê os casos em que pode ser declarada a nulidade da fusão. O aspeto central a reter no tocante à nulidade tem que ver com as restrições postas à respetiva declaração, por confronto com o que sucede no direito privado comum (Russo, 2012: 603). Os fundamentos de nulidade são dois e estão previstos no n.º 1 artigo 117.º do CSC: (i) inobservância da forma legalmente exigida ou (ii) a prévia declaração de nulidade ou anulação de alguma das deliberações das assembleias gerais das sociedades participantes.

Desta forma, partindo destes dois fundamentos, e tendo em atenção os aspetos abordados nos pontos anteriores, podemos afirmar que são nulos todos os projetos de fusão que:

- Substituam as participações sociais por quantias em dinheiro (cf. n.º 4 do artigo 97.º do CSC);
- Ultrapasse em mais de 10% o complemento em dinheiro das novas participações (cf. n.º 5 do artigo 97.º do CSC);
- Aumente as obrigações dos sócios sem o seu consentimento (cf. alínea a) do n.º 2 do artigo 103.º do CSC);
- Afete os direitos especiais sem o consentimento dos sócios prejudicados (cf. alínea b) do n.º 2 do artigo 103.º do CSC);
- Altere a proporção das participações sociais em face dos restantes sócios da mesma sociedade,

sem o consentimento dos sócios prejudicados (cf. alínea c) do n.º 2 do artigo 103.º do CSC);

- Falta de parecer prévio do órgão de fiscalização, quando exista, ou ROC ou SROC, sem que para isso as sociedades tenham deliberado; (cf. n.ºs 1, 2 e 3 do artigo 99.º do CSC);
- Falta de notificação prévia, quando obrigatória, à Autoridade da Concorrência. (cf. artigo 37.º da lei da Concorrência).

Nestes casos o Conservador do Registo Comercial não deverá efetuar o registo definitivo de fusão, ao abrigo do previsto na alínea d), do n.º 1, do artigo 48.º do CRC. Quando por lapso este não se aperceba das nulidades e efetue o registo definitivo, os sócios em causa poderão requerer a declaração judicial da nulidade desse registo. Esta declaração judicial de nulidade trata-se, de acordo com Cordeiro (2011) de uma invalidade mista dado que, nos termos do n.º 2 do artigo 117.º do CSC, a ação declarativa de nulidade da fusão só pode ser proposta enquanto não tiverem sido sanados os vícios existentes, mas nunca depois de decorridos seis meses a contar da publicação do registo definitivo da fusão ou da publicação da sentença transitada em julgado que declare nula ou anule alguma das deliberações das referidas assembleias gerais (cf. n.º 2 do artigo 117.º do CSC), pondo assim em causa a regra segundo a qual a nulidade pode ser invocada a todo o tempo (cf. artigo 286.º do Código Civil).

Por fim, o n.º 5 do artigo 117.º do CSC introduz, tendo em vista a proteção de terceiros, um desvio à regra dos efeitos retroativos e restitutivos da declaração de nulidade constante do artigo 289.º, n.º 1 do Código Civil. Assim na fusão por incorporação, “os efeitos dos atos praticados pela sociedade incorporante depois da inscrição da fusão no registo comercial e antes da decisão declarativa da nulidade não são afetados por esta”, enquanto na fusão por constituição de nova sociedade (que, dada a nulidade da fusão, nunca existiu), pelas obrigações por ela contraídas “respondem as sociedades fundidas” (e que, portanto, nunca se extinguíram).

## **1.6. Conclusão**

De acordo com a análise realizada, a fusão de sociedades é uma forma jurídica – porventura a mais perfeita – que permite dar corpo ao fenómeno de concentração económica.

Em termos jurídicos, existem dois tipos de fusão: a fusão por incorporação e a fusão por constituição de nova sociedade. Como tivemos oportunidade de analisar, na fusão por incorporação, uma sociedade preexistente mantém-se, absorvendo uma outra enquanto que na fusão por constituição de nova sociedade, duas ou mais sociedades preexistentes transferem as suas posições jurídicas para uma entidade, criada a esse propósito (cf. artigo 97.º do CSC).

A fusão dispõe, no CSC, de um processo minuciosamente regulado. Há que elaborar um projeto de fusão (artigo 98.º), devidamente fiscalizado (artigo 99.º) e sujeito a registo (artigo 101.º n.º 1). É então convocada uma assembleia geral, com especial solenidade, para cada uma das sociedades (artigo 100.º, n.º 2), a qual decorre com particulares requisitos (artigo 101.º a 103.º). Pode haver

exoneração dos sócios nos termos do artigo 105.º. De acordo com o artigo 101.º-A e seguintes, os credores também podem opor-se à operação. Sempre que a fusão ultrapassar algum dos limites do artigo 36.º da Lei da Concorrência torna-se necessário a notificação à AdC e a respetiva autorização.

O CSC trata a eficácia da fusão a propósito dos efeitos do seu registo: este tem natureza constitutiva. Assim, segundo o artigo 112.º:

- Extinguem-se as sociedades incorporadas ou, no caso de constituição de nova sociedade, todas as sociedades fundidas, transmitindo-se os seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade;
- Os sócios das sociedades extintas tornam-se sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade.

Não obstante, existem casos em que a fusão pode ser considerada nula. De acordo com o n.º 1 do artigo 117.º do CSC os fundamentos de nulidade são dois: (i) inobservância da forma legalmente exigida ou (ii) a prévia declaração de nulidade ou anulação de alguma das deliberações das assembleias gerais das sociedades participantes.

Analisado o regime jurídico a aplicar às fusões, no ponto seguinte averiguaremos como devem ser contabilizadas as fusões de empresas.

## 2. Enquadramento Contabilístico da Fusão

### 2.1. Introdução

A contabilidade tem sofrido várias transformações nos últimos anos decorrentes da necessidade eminente de adequa-la à nova realidade económica mundial.

Numa época em que as circunstâncias mudam a uma velocidade quase vertiginosa, verificou-se uma expansão do âmbito de atuação das empresas e dos investidores, fazendo nascer a necessidade de uma informação financeira elaborada de acordo com um conjunto de regras comum a todos os países, que permita preparar, consolidar, auditar e interpretar de forma idêntica essa informação (Pereira *et al.* 2009: 159).

Neste sentido têm surgido esforços de algumas instituições a nível internacional com o objetivo de harmonizar os procedimentos contabilísticos adotados pelas empresas.

Atualmente o *International Accounting Standards Board* (IASB) é reconhecido a nível mundial como um organismo emissor de normas contabilísticas de elevada qualidade<sup>50</sup>. As suas normas são utilizadas em diversos países do mundo, seja diretamente, seja através de elaboração de normativos nacionais baseados nos seus princípios<sup>51</sup>.

50 Esta entidade surgiu a 29 de junho 1973 com a designação International Accountig Standards Committee (IASC). A partir de 2001 este organismo passou a chamar-se, como atualmente conhecemos por IASB.

51 De salientar que o IASB utilizava como fonte de inspiração as normas SFAS – *Statment of Financial Accounting Standards* dos Estados Unidos da América (normas emitidas pelo FASB – Financial Accounting Standards Board). Atualmente, os dois organismos, IASB e FASB, desenvolvem projetos conjuntos a nível contabilístico, tendo em vista a normalização contabilística mundial, no sentido de permitir a comparabilidade das demonstrações financeiras dos diferentes países.

Na Europa, o IASB tem desenvolvido um esforço conjunto com a União Europeia no sentido desta harmonização, como forma de dar resposta às crescentes necessidades em matéria de relato financeiro no contexto das profundas alterações ocorridas nos últimos anos na conjuntura económica e financeira (Rodrigues, 2010). Desta “parceria” destaca-se a aprovação do Regulamento (CEE) n.º 1606/2002 de 19 de Julho do Parlamento Europeu e do Conselho, que veio estabelecer a adoção, na Comunidade das normas internacionais de contabilidade e interpretações conexas. Este diploma aplica-se a todas as sociedades que elaboram contas consolidadas, cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado, em relação a cada exercício financeiro com início em ou após 1 de janeiro de 2005.

Neste sentido, Portugal, como membro da União Europeia, viu-se obrigado a exigir, desde 2005 às empresas cotadas na Euronext Lisboa, a adoção das normas internacionais de contabilidade na elaboração das suas demonstrações financeiras e consolidadas. De acordo com Pereira (2009: 16) “tal representa um dos maiores avanços da história da contabilidade em Portugal no sentido da harmonização contabilística internacional, mas também, um dos seus maiores desafios”.

Posteriormente os vários Estados-membros passaram a adaptar as normas internacionais para as restantes empresas, a fim de permitir a comparabilidade das demonstrações financeiras e evitar o inconveniente da existência de dois sistemas de normas contabilísticas dentro do mesmo país.

Neste contexto, em Portugal a Comissão de Normalização Contabilística (CNC) aprovou o Sistema de Normalização Contabilística (SNC)<sup>52</sup>, que entrou em vigor em 2010, o qual é composto por um conjunto de normas baseadas nas Normas Internacionais de Contabilidade (NIC). No caso de haver alguma questão que não esteja contemplada no SNC, aplicam-se, subsidiariamente as Normas Internacionais de Contabilidade<sup>53</sup>.

O SNC ao proceder à aproximação e adaptação ao normativo contabilístico do IASB, traduzido nas NIC (IAS), NIRF (IFRS) e respetivas interpretações (SIC e IFRIC), regista, efetivamente, uma melhoria no relato financeiro das empresas, com especial destaque para uma significativa melhoria dos aspetos teórico-concetuais, traduzidos na designada estrutura concetual aprovada pelo Aviso n.º 15652/2009, de 7 de Setembro, e pelas normas contabilísticas e de relato financeiro (NCRF) aprovadas pelos Avisos n.º 15654/2009 e n.º 15655/2009, de 7 de Setembro (Guimarães, 2010: 34).

Neste estágio do nosso estudo analisaremos as normas de contabilidade que prescrevem o tratamento contabilístico das concentrações de atividades empresariais (CAE), onde se inserem as operações de fusão e aquisição de empresas. Estas normas sofreram significativas alterações ao longo dos últimos anos, decorrente de todo este processo de harmonização. Dado este facto, começaremos por, no ponto seguinte, fazer uma breve alusão aos normativos contabilísticos que ao longo do tempo regularam as operações de concentração empresarial e seguidamente enquadraremos as fusões no âmbito das CAE.

<sup>52</sup> Que sucedeu o Plano Oficial de Contas (doravante designado por POC).

<sup>53</sup> De acordo com o disposto no 1.4 do Anexo ao Decreto-lei n.º 158/2009 em tudo o que não estiver previsto nas normas do SNC, aplicam-se subsidiariamente, pela seguinte ordem, as normas internacionais de contabilidade (NIC), adotadas ao abrigo do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho e, caso estas não resolvam as questões, recorre-se às IAS/IFRS emitidas pelo IASB, e respetivas interpretações SIC/IFRIC.

## 2.2. As fusões no âmbito das concentrações de atividades empresariais

Em 1983 foi introduzida pelo IASC<sup>54</sup> a IAS 22 – *Business Combinations* que regulava a contabilização das concentrações de negócios. Esta norma foi revogada em 2004 aquando da emissão, pelo IASB, da IFRS 3 – *Business Combinations*. Em 2008 o IASB, tendo em vista a harmonização contabilística mundial, aprovou alterações à IFRS 3 para entrar em vigor no exercício imediatamente a seguir<sup>55</sup>.

No normativo nacional as CAE são atualmente tratadas na Norma Contabilística e de Relato Financeiro (NCRF) 14 – Concentrações de Atividades Empresariais que sucedeu a Diretriz Contabilística n.º 1<sup>56</sup>. A NCRF 14 é essencialmente um resumo da IFRS 3, contudo, é importante notar que:

O SNC já se encontrava preparado desde 2008, no entanto diversos contratempos impediram a sua entrada em vigor mais cedo, o que teve como consequência que o SNC já se encontrava desatualizado face às normas IASB, pois entretanto foram aprovadas e publicadas diversas alterações às Normas Internacionais de Contabilidade (Lopes, 2011: 20).

Com efeito, da NCRF 14 não constam as alterações introduzidas na IFRS 3 em 2008, pelo que existem alguns pontos de desconformidade entre o atual normativo internacional e o atual normativo nacional, mostrando-se, desta forma, conveniente salientar na nossa análise as diferenças existentes entre os dois normativos.

O § 9 da NCRF 14 define as concentrações de atividades empresariais como a “junção de entidades ou atividades empresariais separadas numa única entidade que relata”. Para a definição de CAE é também importante ter presente que o resultado de quase todas as CAE é que uma entidade, a adquirente, obtém o controlo de uma ou mais atividades empresariais, as adquiridas (cf. o § 4 da NCRF 14).

A atual IFRS 3 define de forma semelhante as CAE. A definição aparece no § 5 Apêndice B, como “a transação na qual um adquirente obtém o controlo de um ou mais negócios”<sup>57</sup>. No contexto destas normas é importante ter presente a noção de controlo como a capacidade de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade ou de uma atividade económica a fim de obter benefícios da mesma<sup>58</sup>.

54 O IASC até 2001 emitia normas de contabilidade, as IAS (*International Accounting Standards*) e as suas interpretações SIC (*Standing Interpretations Committee*). A partir de 2001 as normas passaram a chamar-se IFRS (*International Financial Reporting Standards*) e as suas interpretações denominaram-se de IFRIC (*International Financial Reporting Interpretations Committee*).

55 As alterações introduzidas situaram-se principalmente, no âmbito dos conceitos de *goodwill*, interesses minoritários e respetiva valorização.

56 Esta norma era uma cópia da IAS 22 e esteve em vigor entre 2001 e 2010.

57 É, ainda, especificado, que a CAE pode ser obtida por: (i) aquisições de partes de capital próprio de outra entidade; (ii) fusões; (iii) aquisição de ativos que em conjunto formem uma ou mais atividades empresariais; (iv) assumir passivos de outra entidade; (v) obtenção do controlo por contrato.

58 Ainda de acordo com a IFRS 3 e com a NCRF 14 deve presumir-se que uma entidade obtém o controlo de outra entidade quando: 1) Adquire mais de metade dos direitos de voto de outra entidade, a menos que seja possível demonstrar que essa propriedade não constitui controlo; 2) Mesmo que uma das entidades concentradas não adquira mais de metade dos direitos de voto de outra entidade se, como resultado da concentração, ela obtiver: (i) poder sobre mais de metade dos direitos de voto da outra entidade em virtude de um acordo com outros investidores; ou (ii) poder para gerir as políticas

Apesar destas normas serem atualmente responsáveis pela regulação das concentrações de empresas em Portugal, estabelecendo princípios e requisitos a adotar pela entidade adquirente, delimitam a sua abrangência, não se aplicando:

- Às concentrações em que as entidades ou negócios separados que se unem para formar um empreendimento conjunto<sup>59</sup>;
- Às combinações que envolvem entidades ou negócios sob controlo comum<sup>60</sup>; e
- Às concentrações que envolvam duas ou mais entidades mútuas<sup>61</sup>.

Entrando agora no *core* do nosso estudo, de acordo com a análise jurídica que fizemos no ponto anterior, a fusão dá-se com a transmissão global do património de uma ou mais sociedades para outra ou de todas as sociedades envolvidas na operação para uma nova sociedade constituída para esse fim. Com efeito, torna-se, desta forma, evidente que estas operações enquadram-se no âmbito das CAE. Ou seja, através da operação de fusão a adquirente obtém o controlo das sociedades fundidas e passa a ser a única que relata. Assim, em Portugal, as operações de fusão devem ser contabilizadas de acordo com os princípios da NCRF 14 ou com a norma IFRS 3 quando a empresa tenha valores mobiliários cotados em mercado regulamentado. Todavia, como descrevemos anteriormente, existem algumas situações em que não se aplicam estas normas. No caso das fusões destacam-se as operações que envolvam entidades ou atividades empresariais sob controlo comum. Houve durante muito tempo um vazio normativo referente a estas operações. Todavia, estipula o n.º 1 do artigo 25.º da recente Diretiva 2013/34/UE do Parlamento e do Conselho de 26 de junho de 2013 que<sup>62</sup>:

Os Estados-Membros podem autorizar ou exigir que os valores contabilísticos das ações ou quotas detidas no capital das empresas incluídas na consolidação sejam compensados apenas pela percentagem correspondente do capital, desde que as empresas na concentração de atividades empresariais sejam em última instância controladas pela mesma parte tanto antes como após a concentração de atividades empresariais e que esse controlo não seja transitório.

Adicionalmente, estipula o n.º 2 desse artigo que qualquer diferença resultante da aplicação das disposições previstas no n.º 1 deve ser adicionada ou deduzida às reservas consolidadas, conforme adequado, não havendo lugar a reconhecimento de qualquer tipo de *goodwill*<sup>63</sup>.

---

financeiras e operacionais da outra entidade segundo uma cláusula estatutária ou um acordo; ou (iii) poder para nomear ou demitir a maioria dos membros do órgão de gestão da outra entidade; ou (iv) poder de agrupar a maioria de votos nas reuniões do órgão de gestão da outra entidade.

59 O empreendimento conjunto é uma atividade económica empreendida por dois ou mais parceiros, sujeita a controlo conjunto destes mediante um acordo contratual. A este tema aplica-se a NCRF 13 – Interesses em empreendimentos conjuntos e investimentos em associadas. São empreendimentos conjuntos, em Portugal, o consórcio, a associação em participação e os agrupamentos de empresas.

60 Como já referimos, o controlo é o poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade ou de uma atividade económica a fim de obter benefícios da mesma. Neste sentido, entende-se que as CAE entre entidades dentro do mesmo grupo ou em último grau pertencentes à(s) mesma(s) pessoa(s) singular(es) não se aplica a NCRF 14 nem a IFRS 3. Iremos abordar esta temática mais à frente, por se mostrar uma questão relevante no âmbito das fusões.

61 Entende-se por entidades mútuas a entidade que não seja uma entidade detida pelo investidor, tal como uma companhia de seguros mútuos ou uma entidade cooperativa mútua, que proporciona custos mais baixos ou outros benefícios económicos direta e proporcionalmente aos seus segurados ou participantes.

62 Espera-se que esta diretiva seja transposta para o direito interno de forma a culmar este vazio normativo.

63 A aplicação deste método assim como os movimentos que daí resultem para as reservas, e a denominação ou firma e a sede estatutária das empresas em causa devem ser divulgados nas notas às demonstrações financeiras consolidadas.

Não obstante, a nossa análise centrar-se à nas operações de fusão que se enquadram no âmbito da NCRF 14 e da IFRS 3. Neste sentido, será estudado o método contabilístico aplicável às fusões, conforme as orientações da atual norma nacional (NCRF 14), chamando à atenção para os pontos de discordância com a norma internacional (IFRS 3), quando os haja.

Tendo em conta que o objeto de estudo deste trabalho são as fusões e não todo o âmbito das CAE ao abrigo da NCRF 14 e da IFRS 3, existem pontos destas normas que não se mostram relevantes neste contexto, pelo que não os iremos abordar.

### 2.3. Método de Contabilização

Atualmente, tanto nas normas internacionais como nas nacionais o único método admitido para a contabilização das CAE é o método da compra<sup>64</sup>. De acordo com as regras estabelecidas por este método a empresa adquirente deverá contabilizar pelo justo valor<sup>65</sup> os ativos e passivos adquiridos à data de aquisição, incluindo aqueles que não tenham sido anteriormente reconhecidos pela adquirida, desde que possam ser fiavelmente mensurados. O excesso do custo da fusão ou aquisição acima do justo valor líquido dos ativos e passivos identificáveis transferidos para a empresa adquirente, deve ser registado como *goodwill*, que é posteriormente testado quanto à imparidade, não sendo assim amortizado.

10. Todas as concentrações de atividades empresariais devem ser contabilizadas pela aplicação do método da compra.

11. O método da compra considera a concentração de atividades empresariais na perspetiva da entidade concentrada que é identificada como a adquirente. A adquirente compra ativos líquidos e reconhece os ativos adquiridos e os passivos e passivos contingentes assumidos, incluindo aqueles que não tenham sido anteriormente reconhecidos pela adquirida. A mensuração dos ativos e passivos da adquirente não é afetada pela transação, nem quaisquer ativos ou passivos adicionais da adquirente são reconhecidos como consequência da transação, porque não são objeto da transação (NCRF 14).

Este método é particularmente útil em operações de elevada complexidade em que usualmente abundam ativos intangíveis e em que muitas vezes o justo valor diverge acentuadamente do custo histórico dos ativos e passivos envolvidos. Note-se que a “sua lógica é a de atribuir o valor da aquisição a ativos e passivos identificáveis reduzindo ao máximo a quantia do goodwill ou do goodwill negativo” (Silva *et al.*, 2011: 64)<sup>66</sup>.

64 Tanto a IAS 22 como a DC n.º 1 para além do método da compra, permitiam que as operações de concentração fossem contabilizadas pelo método da comunhão de interesses. De acordo com este método a junção de ativos, passivos, reservas e resultados, das empresas unificadas eram registados pelas quantias por que se encontravam escrituradas em cada uma delas anteriormente à data da unificação. Não havia, neste método, reconhecimento do goodwill. A diferença entre a quantia registada como capital emitido (mais qualquer retribuição adicional em forma de dinheiro ou de outros ativos) e a quantia registada relativa ao capital adquirido era ajustada nos capitais próprios.

65 O justo valor é a quantia pela qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não exista relacionamento entre elas (cf. o § 9 da NCRF 14). Iremos abordar esta temática no capítulo seguinte onde abordaremos os métodos mais utilizados para a avaliação de empresas e determinação das relações de troca, inerentes aos processos de fusão.

66 Um ativo é identificável se: 1) for separável, *i.e.*, capaz de ser separado ou dividido da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, seja individualmente ou em conjunto com um contrato relacionado, um ativo ou um passivo identificável, independentemente da intenção da entidade de o fazer; ou 2) resultar de direitos contratuais ou de outros direitos legais, quer esses direitos sejam transferíveis quer sejam separáveis da entidade ou de outros direitos e obrigações.

De acordo com os pressupostos das normas nacionais e internacionais de contabilidade (IFRS 3 e NCRF 14) na contabilização das fusões pelo método da compra os ativos e passivos da sociedade adquirente devem permanecer valorizados pelos valores originários, ou seja, os ativos e passivos da adquirente não são afetados pela transação, nem quaisquer ativos ou passivos adicionais da adquirente são reconhecidos como consequência da transação, porque não são o objeto da operação<sup>67</sup>. Neste sentido, torna-se importante clarificar, que para os casos de fusão por constituição de nova sociedade, estipula § 14 da NCRF 14 que quando uma nova entidade é constituída para emitir instrumentos de capital próprio para efetuar uma CAE, uma das entidades concentradas que existiam antes da concentração deve ser identificada como adquirente. Quanto ao *goodwill* o princípio subjacente é o de que só se reconhece e valoriza o *goodwill* adquirido<sup>68</sup>.

Nos pontos seguintes abordaremos todas estas questões, através da análise da aplicação do método da compra na contabilização de uma CAE. Desenvolveremos esta análise conforme as etapas estipuladas pelo § 12 da NCRF 14. São elas:

- Identificação da adquirente;
- Mensuração o custo da CAE; e
- Imputação, à data da aquisição, do custo da CAE aos ativos adquiridos e passivos e passivos contingentes.

### 2.3.1. Identificação da adquirente

Numa operação de CAE, para que se possa aplicar o método da compra é essencial que uma das empresas envolvidas no processo seja identificada como adquirente, dado que a aplicação deste método ocorre na perspetiva da sociedade adquirente<sup>69</sup>. A entidade adquirente é a entidade concentrada que obtém o controlo sobre outras entidades.

No âmbito das fusões de empresas é importante referir as orientações dadas pelos §§ 15 e 16 da NCRF 14. O § 15 refere-se às operações de fusão por incorporação dado que estabelece que “numa CAE efetuada através da troca de interesses de capital próprio, a entidade que emite os interesses de capital próprio é normalmente a adquirente<sup>70</sup>”. Por outro lado o § 16 refere-se às operações de fusão por constituição de nova sociedade, na medida em que dispõe que “quando uma nova entidade é constituída para emitir instrumentos de capital próprio para efetuar uma CAE, uma das entidades

---

<sup>67</sup> Ou seja, numa operação de fusão os ativos, passivos e passivos contingentes da entidade adquirente continuam registados no balanço pelo seu valor contabilístico. Apenas o valor dos ativos, passivos e passivos contingentes da empresa adquirida podem sofrer alterações decorrentes da aplicação do justo valor.

<sup>68</sup> Ver ponto 2.4.2.

<sup>69</sup> Esta imposição está presente tanto no normativo nacional (cf. o § 13 da NCRF 14) como no normativo internacional (cf. o § 6 da IFRS 3). Em todos os aspetos referentes à identificação da adquirente não existe qualquer desconformidade entre as normas nacionais e internacionais pelo que, por uma questão de simplificação analisaremos apenas a NCRF 14, todas as particularidades da NCRF 14 referentes a esta temática constam igualmente dos §§ B13 a B18 do anexo B da IFRS 3.

<sup>70</sup> Contudo, todos os factos e circunstâncias pertinentes devem ser considerados para determinar qual das entidades concentradas tem o poder de gerir as políticas financeiras e operacionais da outra entidade (ou entidades) de forma a obter benefícios das suas atividades.



concentradas que existiam antes da concentração deve ser identificada como adquirente”. Acrescenta ainda o § 17 que a determinação da adquirente nestes casos deve considerar, entre outros aspetos, qual das entidades concentradas iniciou a concentração e se os ativos ou réditos de uma das entidades concentradas excedem significativamente os das outras.

Não obstante, persistem casos em que a identificação da empresa adquirente nas operações que se realizam por constituição de nova sociedade é difícil. Neste sentido, dispõe o § 14 da NCRF 14 que:

- Se o justo valor de uma das entidades concentradas for significativamente superior ao da outra entidade concentrada, a entidade com justo valor mais elevado é provavelmente a adquirente;
- Se a CAE for efetuada através de trocas de instrumentos de capital próprio com voto ordinário por caixa ou outros ativos, a entidade que cede caixa ou outros ativos é provavelmente a adquirente; e
- Se numa CAE existir uma entidade, de entre as entidades concentradas, cuja capacidade de gestão permita dominar a seleção da equipa de direção da entidade concentrada resultante, essa é provavelmente a adquirente.

### **2.3.2. Mensurar o custo da CAE**

Nesta fase, busca-se determinar o custo da transação. Pelo disposto no § 18 da NCRF 14 a adquirente deve mensurar o custo da CAE como o agregado:

- Dos justos valores, à data de troca, dos ativos cedidos, dos passivos incorridos ou assumidos, e dos instrumentos de capital próprio emitidos pela adquirente, em troca do controlo sobre a adquirida; mais
- Quaisquer custos diretamente atribuíveis à fusão<sup>71</sup>.

Quando um acordo de CAE preveja um ajustamento contingente ao custo da concentração em função de eventos futuros, a empresa adquirente deve incluir o montante desse ajustamento no custo da concentração na data da aquisição, se o ajustamento for provável e se puder ser mensurado com fiabilidade<sup>72</sup>.

A nível internacional, existe discordância ao nível da adição dos custos diretamente atribuíveis à operação de concentração. Com as alterações introduzidas em 2008 à IFRS3, estas despesas deixaram de ser imputadas à operação, passando a ser consideradas como custos do adquirente no período em que ocorreram.

Os custos relacionados com a aquisição são custos em que a adquirente incorre para tornar

---

<sup>71</sup> Aqui incluem-se todos os custos que a adquirente incorra para tornar efetiva a operação de fusão. Esses custos incluem honorários profissionais pagos a contabilistas, juristas, avaliadores e outros consultores para efetuar a concentração.

<sup>72</sup> Conforme o estipulado no § 22 da NCRF 14 este ajustamento é feito normalmente com base em estimativas, pelo que deve ter-se em atenção para que as mesmas não afetem a qualidade da informação financeira. Todavia, se esses futuros acontecimentos não ocorrerem ou se a estimativa tiver de ser revista, o custo da CAE deve ser ajustado em conformidade.

efetiva uma concentração de atividades empresariais. Esses custos incluem honorários do descobridor; honorários de consultoria, legais, contabilísticos, de valorização e outros honorários profissionais ou de consultoria; custos administrativos gerais, incluindo os custos de manter um departamento de aquisições internas; e custos do registo e emissão de valores mobiliários representativos de dívida e de capital próprio. A adquirente deve contabilizar os custos relacionados com a aquisição como gastos nos períodos em que os custos são incorridos e os serviços são recebidos, com uma exceção. Os custos da emissão de valores mobiliários representativos de dívida ou de capital próprio devem ser reconhecidos em conformidade com a IAS32 e a IAS39 (§53, IFRS 3).

Não obstante, como iremos abordar no ponto seguinte, de acordo com os dois normativos a adquirente deve, à data da aquisição, imputar o custo de uma CAE ao reconhecer os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida, que satisfaçam os critérios de reconhecimento, pelos seus justos valores nessa data.

### **2.3.3. Imputar, à data da aquisição, o custo da CAE aos ativos adquiridos e passivos e passivos contingentes identificáveis**

De acordo com o § 23 da NCRF 14 a adquirente deve à data da aquisição, imputar o custo da CAE ao reconhecer os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida. Desta forma, nesta etapa há que ter em conta dois procedimentos indispensáveis: a identificação da data de aquisição e a identificação dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida.

#### **2.3.3.1. Identificação da data de aquisição**

A identificação da data de aquisição é também um dos procedimentos indispensáveis à aplicação do método da compra, dado que os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida devem ser contabilizados pela adquirente à data de aquisição.

Não existe discordância entre o normativo nacional e internacional neste aspeto. De acordo com o § 19 da NCRF 14 e os §§ 8 e 9 da IFRS3 a data de aquisição é a data na qual a adquirente obtém efetivamente o controlo sobre a adquirida.

#### **2.3.3.2. Ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis**

Como referimos anteriormente, nos termos prescritos no § 23 da NCRF14, a adquirente deve, à data da aquisição, imputar o custo da CAE ao reconhecer separadamente os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida, que satisfaçam os critérios de reconhecimento, pelos seus justos valores nessa data. Conforme o § 24 da NCRF 14, este reconhecimento, fica dependente dos seguintes critérios:

- No caso de um ativo que não seja um ativo intangível, se for provável que qualquer benefício económico futuro associado flua para a adquirente, e o seu justo valor possa ser mensurado com fiabilidade. No entanto, os ativos não correntes (ou grupos de alienação) que sejam classificados como detidos para venda de acordo com a NCRF 8 – Ativos Não Correntes

Detidos para Venda e Unidades descontinuadas, devem ser reconhecidos pelo justo valor menos os custos de vender;

- No caso de um passivo que não seja passivo contingente, se for provável que um efluxo de recursos incorporando benefícios económicos seja necessário para liquidar a obrigação, e se o seu justo valor possa ser mensurado com fiabilidade;
- No caso de um passivo contingente, se o seu justo valor puder ser mensurado com fiabilidade. Caso contrário, há um efeito resultante da quantia reconhecida como *goodwill*, devendo a sociedade adquirente divulgar essa informação, acerca do passivo contingente, conforme o disposto na NCRF 21 – Provisões, Passivos Contingente e Ativos Contingentes, ou seja deve divulgar para cada classe de passivo contingente à data do balanço uma breve descrição da natureza do passivo contingente.
- No caso de um ativo intangível, apenas se esse ativo satisfizer a definição de ativo intangível mencionado na NCRF 6 – Ativos Intangíveis e o seu justo valor puder ser fiavelmente medido. Importa salientar que de acordo com a NCRF 6 um ativo intangível é “um recurso controlado por uma entidade como resultado de acontecimentos passados, do qual se espera que fluam benefícios económicos futuros para a entidade, e que seja um ativo não monetário identificável mas sem substância física».

A demonstração dos resultados da adquirente deve incorporar os resultados da adquirida após a data de aquisição ao incluir os rendimentos e gastos da adquirida com base no custo da CAE para a adquirente. Assim, por exemplo, de acordo com o preconizado no § 25 da NCRF 14, os gastos de depreciação incluídos após a data de aquisição na demonstração dos resultados da adquirente que se relacionam com os ativos depreciáveis da adquirida deve basear-se nos justos valores desses ativos depreciáveis à data da aquisição, isto é o seu custo para a adquirente.

Qualquer diferença entre o custo da concentração de atividades empresariais e o interesse da adquirente no justo valor dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis assim reconhecidos deve ser contabilizada como *goodwill*. De acordo com Rodrigues (2003, 2006) o *goodwill* é uma das temáticas mais complexas e exploradas na contabilidade, pelo que será relevante incluir na nossa análise uma revisão direcionada a este tema.

## **2.4. Goodwill**

### **2.4.1. Enquadramento histórico e normativo**

De entre os ativos intangíveis não identificáveis, o *goodwill*, evidencia-se, como um dos mais importantes. Contudo, este é um ativo que tem gerado grande controvérsia. De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999: 32) “o *goodwill* é o ativo de tratamento mais complexo, porque carece de muitas características associadas a ativos, tais como identificabilidade e separabilidade”.

Apesar da primeira referência ao *goodwill* datar do século XVI, o seu desenvolvimento do ponto de vista contabilístico começou a assumir relevância nos finais do século XIX, motivado pelos efeitos das primeiras concentrações empresariais (Rodrigues, 2003)<sup>73</sup>. Foi nesta época que apareceu a publicação do primeiro artigo na área da contabilidade sobre o *goodwill*, elaborado por William Harris em 1984, intitulado “*The law and practice in relation of goodwill*”, que se focou principalmete na mesuração deste ativo.

Já, mais recentemente, nos finais do século XX, e apesar de até então a maior preocupação da contabilidade se voltar para a avaliação dos ativos tangíveis, foi com o grande número de fusões e incorporações que se fizeram sentir nos Estados Unidos e na Europa, que o *goodwill* passou a ter grande destaque. Neste sentido, este elemento, assim como toda a classe de ativos intangíveis, começaram a ser objeto de inúmeros estudos por parte de diversos investigadores de todo o mundo<sup>74</sup> o que, de alguma forma, tem proporcionado uma constante alteração dos normativos responsáveis pela sua contabilização em direção à uma harmonização a nível mundial.

Em Portugal esta harmonização ocorreu através da introdução da IFRS 3, em 2005, para as empresas cotadas e com a introdução da NCRF 14, em 2010, para as restantes entidades<sup>75</sup>. O objetivo principal desta harmonização foi o de aumentar a transparência, comparabilidade e conteúdo da informação a relatar para, subsequentemente, conseguir o incremento da confiança dos utilizadores da informação financeira.

De acordo com a NCRF 14 o *goodwill* é definido como “pagamento antecipado por conta de lucros futuros de ativos que não são capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos”.

A nível internacional, a IFRS 3 define o *goodwill* de uma forma muito semelhante, enquadrando-o no seu Anexo A como um “ativo que representa benefícios económicos futuros resultantes de outros ativos adquiridos numa concentração de atividades empresariais que não sejam

73 De acordo com Tearney (1971: 11) o termo goodwill já constava em documentos do século XVI e a primeira referência aparece, precisamente, em 1571, no testamento de um senhor inglês que assim escreveu: “*I gyve [give] to John Stephens... my whole interest and good will of my quarrel [quarry]*”. Conforme Rodrigues (2003: 192), no século seguinte, ocorrem as primeiras sentenças legais que abordam os elementos constituintes do goodwill a serem reconhecidos. Com efeito, foi em 1810 que o goodwill apareceu pela primeira vez, num processo judicial envolvendo dois litigantes (Crutwell e Lye) em que Lord Chancellor Eldon o define da seguinte forma: “*The goodwill which has been the subject of sale is nothing more than the probability that the old customers will resort to the old place*”. Também, em 1842, noutra sentença judicial que opunha os England e os Downs, Lord Langdale define o goodwill como: “*It is the chance or probability that custom will be had at a certain place of business, in consequence of the way in which the business has been carried on*”. Esse mesmo Lord Langdale, num caso judicial de 1858 entre Austen e Boys, refere: “*When a trade is established in a particular place, the goodwill of that trade means nothing more than the sum of Money any person would be willing to give for the chance of being able to keep the trade conected with the place where it has been carried on*”. Assim verifica-se que foi desde o início do século XIX que surgiram diversas definições de *Goodwill* na medida em que o conceito estava a evoluir e tinha de acompanhar o desenvolvimento económico, político e social do momento.

74 Ilustres autores dissertaram, ao longo de décadas, a respeito deste tema tão controverso, conseguindo grande destaque no âmbito internacional, principalmente os teóricos: Dicksee (1897), Leake (1914), Canning (1929), Sands (1963), Gynther (1969), Tearney (1971), Barlev (1973), Falk e Gordon (1977), Bedford e Burton (1977), Hughes (1982), Gélard (1989), Brunovs e Kirsch (1991), MA e Hopkins (1992), Davis (1992), Holgate (1993), Archel Domench (1999), Chauvin e Hirschey (1994), Arnold *et al.* (1994), Jennings *et al.* (1996), Pimpão (1997), Santos (1997), Higson (1998), Greling (1999), Martory e Verdier (2000) e Rodrigues (2003).

75 Até então o goodwill, aparecia no POC com a designação de trespasse, fazendo parte do grupo das Imobilizações Incorpóreas. A principal diferença entre os dois normativos prende-se com a mensuração subsequente tal como abordaremos no ponto seguinte.

individualmente identificados nem separadamente reconhecidos”.

Assim conclui-se que o *goodwill* existe quando o custo de aquisição numa CAE é superior ao justo valor dos ativos e dos passivos identificáveis que foram adquiridos à data da transação. No fundo, considera-se que o *goodwill* adquirido numa CAE, corresponde a um pagamento efetuado pela adquirente em antecipação de benefícios económicos futuros de ativos que não são capazes de ser individualmente identificados e separadamente reconhecidos<sup>76</sup>.

#### 2.4.2. Reconhecimento e mensuração do goodwill

Conforme os normativos contabilísticos em vigor, o *goodwill* só pode ser reconhecido quando há efetiva CAE. Apenas nesta situação, surge a possibilidade de uma avaliação do seu montante de forma objetiva, resultante da diferença entre o valor patrimonial avaliado a preços de mercado (justo valor) da participação adquirida e o valor efetivamente pago pela adquirente.

É evidente que este ativo não surge somente na altura da aquisição, ele existia antes da transação (daí o custo de aquisição ser superior ao justo valor da adquirida) e continua a existir depois da mesma. No entanto, só surge a oportunidade de mensurá-lo nas demonstrações financeiras com um elevado grau de objetividade aquando da efetivação da transação. Hendriksen e Van Breda (1991) reforçam esta afirmação explicando que o *goodwill* poderia, em princípio, ser reconhecido a qualquer momento, se se comparasse o valor de mercado de uma entidade ao valor dos seus ativos líquidos a preços de mercado. Todavia, de acordo com os autores, tal procedimento não é realizado devido à dificuldade e aumento da subjetividade na mensuração desse ativo quando não envolvido numa transação efetiva<sup>77</sup>.

É nesta lógica que o *goodwill* gerado internamente não deve ser considerado como ativo. Em alguns casos, as entidades incorrem em gastos para gerar benefícios económicos futuros, todavia esses gastos não resultam na criação de um ativo intangível que satisfaça os critérios de reconhecimento estabelecidos. Com efeito, estes valores costumam ser descritos como contribuições para o *goodwill* gerado internamente, o qual não é reconhecido como ativo porque não é um recurso identificável<sup>78</sup> controlado pela entidade nem pode ser mensurado com segurança ao custo.

Não obstante, as atuais normas que prescrevem o tratamento contabilístico do *goodwill* são bem claras quanto estipulam que apenas o *goodwill* adquirido numa CAE pode ser reconhecido. Neste sentido, de acordo com o § 32 da NCRF 14, sempre que, numa operação de concentração, se verifique a existência de *goodwill*, a adquirente deve, à data da aquisição:

---

76 Na procura de consolidar o conceito de goodwill torna-se interessante apresentar um dos exemplos reais mais utilizados na literatura contabilística em todo o mundo referente à incorporação da KRAFT (responsável pela comercialização de marcas conhecidas como a Côte D'or, Milka, Toblerone, entre outras) pela Philip Morris por 12,9 biliões de dólares. Na altura, esta operação não fazia sentido devido ao facto do património tangível da KRAFT estar contabilizado em apenas 1,3 bilião de dólares. A diferença subjacente entre o valor de aquisição e o valor contabilístico, que corresponde a 11.6 biliões de dólares, isto é cerca de 90% do negócio, é *goodwill* (Castro, 2012).

77 Estes autores, assim como outros tantos, consideram que o goodwill já incorpora subjetividade suficiente que faz com que seja um ativo problemático.

78 Não é separável nem advém de direitos contratuais ou outros direitos legais.

- Reconhecer o *goodwill* adquirido como um ativo; e
- Inicialmente mensurar esse *goodwill* pelo seu custo, que é o excesso do custo da CAE acima do interesse da adquirente no justo valor líquido dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis.

A revisão feita à norma internacional em 2008 alterou a metodologia relativa à valorização do *goodwill*. No geral esta alteração não trouxe grandes mudanças especialmente para a contabilização do *goodwill* em operações de fusão dado que estas alterações prendem-se com as CAE alcançadas por fases e com os interesses que a entidade não controla na adquirida<sup>79</sup>.

No que respeita ao tratamento subsequente, não existe qualquer divergência entre as normas nacionais e internacionais. Desta forma, estipula o § 35 da NCRF 14 e o § 63 do apêndice da IFRS 3 que o *goodwill* adquirido numa CAE não deve ser amortizado nem revalorizado.

Convém salientar que no POC o *goodwill* e os restantes ativos intangíveis tinham vida finita pelo que eram objeto de amortizações sistemáticas conforme indicava a alínea a) do ponto 9 da DC 12 que remetia para o ponto 3.2.5 da DC 1. Este ponto estabelecia que se o justo valor dos ativos e passivos identificáveis fosse inferior ao custo de aquisição, a diferença devia ser reconhecida e amortizada numa base sistemática, num período que não excedesse cinco anos, a menos que a vida útil mais extensa pudesse ser justificada nas demonstrações financeiras, não excedendo, porém, 20 anos.

No entanto, o IASB estipulou que a importância que o *goodwill* incorpora no balanço de diversas empresas, juntando à existência de vários tratamentos contabilísticos e às crescentes fusões de empresas que estão localizadas em diferentes países, resultou na necessidade da harmonização da contabilidade em geral e em particular deste ativo.

Em Portugal esta harmonização surgiu como referimos, em 2005 para as empresas cotadas através da obrigatoriedade de aplicação das NIC e em 2010 com a introdução do SNC para as restantes empresas. Neste sentido, tanto as normas internacionais aplicadas pelas empresas cotadas como as normas do SNC referem expressamente que o *goodwill* adquirido numa CAE não deve ser amortizado. Em vez disso, o comprador tem de efetuar anualmente um teste de imparidade, ou mais frequentemente, se os eventos ou alterações de circunstâncias indicarem que possa existir imparidade<sup>80</sup>.

Estas questões têm sido motivo de discussões acesas em ambiente académico. Alguns autores, nomeadamente, Rodrigues (2003) afirmam que a questão da amortização do *goodwill* é uma questão tão antiga quanto o seu surgimento na contabilidade. No seu entender, dada a subjetividade que os

<sup>79</sup> Dispõe o § 32 da IFRS 3 que: a adquirente deve reconhecer o *goodwill* à data de aquisição mensurado como o excesso da alínea a) sobre a alínea b) adiante: a) o agregado de: (i) a retribuição transferida mensurada, que geralmente exige o justo valor à data da aquisição; (ii) a quantia de qualquer interesse que não controla na adquirida; e (iii) numa concentração de atividades empresariais alcançada por fases, o justo valor à data de aquisição do interesse de capital próprio anteriormente detido da adquirente na adquirida. b) o líquido das quantias à data de aquisição dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos.

<sup>80</sup> A NCRF 12 é a norma que define quais os procedimentos que as entidades devem tomar para assegurar que os seus ativos sejam escriturados por não mais que a quantia recuperável. Quando o valor do ativo reconhecido no balanço é superior àquilo que realmente vale, a entidade tem de reconhecer uma perda por imparidade que deverá corresponder ao excedente da quantia escriturada de um ativo em relação à quantia recuperável.

testes de imparidade podem apresentar, a melhor forma de garantir a transparência das demonstrações financeiras seria “reconhecer o *goodwill* como ativo e amortizá-lo ao longo de uma vida útil que se julgue razoável”.

Contrariamente a esta corrente de pensamento, Martins (2010) considera que a solução de amortizar o *goodwill* não parece tão defensável como a comparação sistemática dos benefícios esperados incluídos no *goodwill* com a sua efetiva avaliação periódica, reconhecendo perdas quando dessa avaliação resultar que a estimativa inicial de benefícios se revelou excessiva”. Apesar de tais divergências, verifica-se que um ponto crucial discutido é a sujeição do *goodwill* a testes de imparidade, não mitigando a eventual complexidade da operação.

A verdade é que os estudos que têm sido publicados sobre estas temáticas, levam a conclusões divergentes. Por um lado, de acordo com Demark (2002) e Wilson, *et al.* (2002) os testes de imparidade ao *goodwill* proporcionam uma melhor informação financeira que a amortização sistemática. Da mesma forma, Davis (2005) sugere que a imparidade do *goodwill* traz uma solução mais pertinente que a amortização do mesmo, pois assume automaticamente uma perda no valor do *goodwill* capaz de induzir a uma subestimação de perda do valor real do *goodwill*.

Por outro lado, diversos autores consideram que, muito embora o objetivo das atuais normas seja aumentar a transparência, a fiabilidade e a comparabilidade das informações divulgadas, os resultados dos seus estudos revelam que os objetivos pré-determinados nem sempre são verificados na prática, sendo que nos mercados de capitais tem havido certa reação negativa advinda dos reflexos deste novo tratamento contabilístico.

Os resultados do estudo de Hirschey e Richardson (2002) mostram que o anúncio da imparidade dos bens leva a uma reação negativa do mercado financeiro. Da mesma forma, Li, Shroff e Venkataraman (2004) acreditam que os investidores e analistas alteram para baixo as suas expectativas diante de uma imparidade do *goodwill* e que a amplitude desta revisão é uma função crescente do montante da imparidade, como nos resultados análogos obtidos por Churky (2005) através de pesquisas consistentes.

Muitas outras pesquisas vão de encontro à perspectiva de Rodrigues (2003) apresentando nas suas conclusões que este novo tratamento contabilístico tem afetado negativamente a qualidade dos resultados de diversas empresas multinacionais. Entre esses estudos encontram-se Massoud e Raiborn (2003) que afirmam que este novo tratamento do *goodwill* dá a opção aos gestores de reconhecer perdas por imparidade nos períodos em que os resultados gerados estão acima das expectativas dos investidores, impactando na qualidade da informação financeira. Watts (2003), assim como Stallworth e DiGregorio (2005) também concluíram que a adoção do novo normativo pode alimentar o sistema de práticas fraudulentas na informação financeira e aumentar, substancialmente, a incidência dessa problemática da manipulação. Noutro estudo empírico, Hayn e Hughes (2006) observaram que as características da aquisição original são mais previsíveis para uma eventual perda por imparidade do que os indicadores de desempenho da entidade adquirente no momento da imparidade e inferiram que a

informação financeira divulgada não era suficiente para os utilizadores determinarem, precisamente, as futuras perdas por imparidade. Na mesma linha de pensamento, Carvalho *et al.* (2010) consideram que a identificação das circunstâncias da potencial perda por imparidade do *goodwill* e a sua mensuração podem ser tão subjetivas, que aquela quantia pode não ser independentemente verificável, sendo permissível à manipulação de resultados.

Não obstante, em face da complexidade das questões aludidas, ainda que a nossa posição seja a favor de uma amortização sistemática do *goodwill* por um período que se mostre razoável de acordo com cada entidade, a aplicação dos testes de imparidade foram a solução conceptualmente apropriada encontrada pelo IASB. De acordo com este organismo os testes de imparidade permitem confrontar periodicamente se o *goodwill* reconhecido na aquisição continua a justificar-se como ativo intangível expresso no balanço. No entanto dada a subjetividade inerente a aplicação dos testes de imparidade, consideramos tal como Carvalho *et al.* (2012: 2) que:

Deveria ser exigida divulgação mais pormenorizada acerca das bases de determinação dos testes de imparidade, pressupostos utilizados e divulgação explícita do resultado dos mesmos, nomeadamente a divulgação da quantia recuperável determinada, em muito contribuiria para uma maior transparência e qualidade da informação divulgada.

Ou seja, parece-nos que solução para minimizar os efeitos, ou mesmo dissuadir as práticas de manipulação nos testes de imparidade do *goodwill* passaria pela exigência de divulgação de informação para as empresas que têm *goodwill* reconhecido no seu balanço.

No contexto do nosso trabalho – as fusões – mostra-se de extrema importância referir que, de acordo com os resultados da pesquisa desenvolvida por El Gazzar, *et al.* (2004) levam a inferir que o *goodwill* decorrente de uma custosa e competitiva fusão pode não ser totalmente recuperável no futuro. Portanto, as empresas adquirentes devem exercer uma contabilidade prudente através do exame contínuo da recuperabilidade do *goodwill* e reconhecendo os abatimentos dos testes de imparidade para melhorar a fiabilidade e a qualidade das informações relatadas. Do mesmo modo, os auditores devem dedicar atenção à avaliação do *goodwill* para os clientes, especialmente para aqueles em que as combinações de negócios mostram-se altamente dispendiosas.

Contrariamente a tudo isto, numa operação de CAE pode existir *goodwill* negativo, quando o preço pago é inferior ao justo valor dos ativos e passivos identificáveis adquiridos. No ponto seguinte tentaremos compreender como deve proceder uma entidade quando isto ocorre.

#### **2.4.3 Goodwill negativo**

Quando existe um excesso do interesse da adquirente no justo valor líquido dos ativos, passivos ou passivos contingentes identificáveis da adquirida acima do custo da CAE, esse excesso é vulgarmente denominado na doutrina como *goodwill* negativo ou '*badwill*'. Desta forma, o *goodwill* negativo tal como o *goodwill* positivo corresponde à parte da diferença de aquisição que não é imputável a qualquer elemento patrimonial, ou seja é aquilo a que vulgarmente se designa por



«remanescente».

São diversas as razões para que possa existir goodwill negativo. Entre as situações mais comuns estão: (i) a expectativa de perdas operacionais futuras ou outras perdas, decorrentes de reestruturação da investida (por exemplo, rescisões de contratos de trabalho ou mudanças de *lay-out* fabril, que estão incorporadas no preço de compra); (ii) previsão de resultados inferiores ao normal; (iii) compras vantajosas, seja qual for a razão (económica ou pessoal) que justifique.

Relativamente a esta questão também não existe desconformidade entre as normas internacionais e as normas nacionais. Desta forma, de acordo com o § 36 da NCRF 14 e os §§ 34 e 36 da IFRS 3, sempre que numa operação de fusão o interesse da adquirente no justo valor dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis reconhecidos, exceder o custo da operação, a adquirente deverá proceder à revalorização da identificação e mensuração dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida e a mensuração do custo da concentração. Caso permaneça algum excesso após a revalorização a adquirente deve imediatamente reconhecê-lo nos resultados.

A IFRS 3 justifica o facto de dever-se proceder a uma reavaliação dos ativos, passivos e passivos contingentes sempre que se verifique um goodwill negativo dado que:

- Poderão ter ocorrido erros na mensuração do justo valor do custo da concentração ou dos ativos identificáveis adquiridos, passivos e passivos contingentes. A causa potencial desses erros poderá ser a ocorrência de possíveis custos futuros não refletidos corretamente no justo valor dos ativos identificáveis adquiridos, passivos ou passivos contingentes;
- A mensuração de ativos líquidos identificáveis adquiridos poderá ser efetuada de acordo com uma norma contabilística por um montante que não corresponde ao seu justo valor, embora seja tratada como tal para efeito de alocação do custo da concentração.

Ainda de acordo com esta norma, quando tal excedente persista deve, a adquirente reconhecer um ganho decorrente de uma compra vantajosa. Esta e outras informações devem ser divulgados em anexo às demonstrações financeiras. No ponto seguinte descrevemos quais as divulgações que a entidade adquirente deve anexar às suas demonstrações financeiras, quando realiza numa operação de concentração empresarial.

## **2.5. Divulgações**

Aquando da aprovação do SNC, houve um reforço significativo das exigências ao nível da divulgação da informação na intenção de aumentar a qualidade e fiabilidade (Castro, 2012).

Relativamente às divulgações, as normas em apreço exigem um elevado grau de informação sobre a generalidade das CAE. A adquirente deve divulgar informações que permitam aos utentes das demonstrações financeiras avaliar a natureza e o efeito financeiro destas operações<sup>81</sup>. Quando a estratégia de fusão tenha ocorrido durante o período ou entre a data do balanço e a data em que as

---

81 Cf. § 41, NCRF 14 – Concentrações de Atividades Empresariais.

demonstrações financeiras receberam autorização de emissão a adquirente deve divulgar:

- Os nomes e as descrições das entidades ou atividades empresariais concentradas;
- A data da aquisição;
- A percentagem de instrumentos de capital próprio com direito a voto adquiridos;
- O custo da concentração e uma descrição dos componentes desse custo, incluindo quaisquer custos diretamente atribuíveis à concentração;
- Detalhes de quaisquer unidades operacionais que a entidade tenha decidido alienar como resultado da concentração;
- As quantias reconhecidas à data de aquisição para cada classe de ativos, passivos e passivos contingentes da adquirida;
- A quantia de qualquer excesso reconhecida nos resultados (“*badwill*”) e a linha de item na demonstração dos resultados na qual o excesso é reconhecido;
- Uma descrição dos fatores que contribuíram para um custo que resulta no reconhecimento do goodwill ou uma descrição da natureza de qualquer excesso reconhecido nos resultados.
- A quantia dos resultados da adquirida desde a data da aquisição incluída nos resultados da adquirente do período, a não ser que a divulgação seja impraticável, caso seja impraticável, esse facto deve ser adequadamente divulgado.

A adquirente deve ainda divulgar, segundo o § 46 da NCRF 14, a quantia e uma explicação sobre qualquer ganho ou perda reconhecido no período corrente; se a operação foi contabilizada apenas provisoriamente no final desse período, indicando as quantias e respetivas fundamentações aos ajustamentos nos valores provisórios reconhecidos durante o período corrente e a informação sobre correções de erros.

Afirma ainda o § 47 que deve ser divulgada informação que permita aos utentes das demonstrações financeiras avaliar as alterações na quantia escriturada de goodwill durante o período. Para isso deve ser divulgada uma reconciliação da quantia escriturada de goodwill no início do período e no final do período.

## **2.6. Conclusão**

Ao longo da análise que fizemos nos pontos anteriores tivemos oportunidade de examinar como deve ser contabilizada uma operação de fusão entre duas ou mais empresas. Constatamos que fusões são, ao abrigo da NCRF 14 e da IFRS 3, uma das operações inseridas no âmbito das CAE, pelo que atualmente estas são as normas que prescrevem o seu tratamento contabilístico.

Uma CAE consiste na junção de entidades ou atividades empresariais separadas numa única entidade que relata. Através destas operações, uma entidade, a adquirente, obtém o controlo de uma ou mais atividades empresariais diferentes, as adquiridas.

Como tivemos oportunidade de analisar, todas as concentrações de negócios, incluindo as fusões, devem ser contabilizadas pela aplicação do método da compra.<sup>82</sup> O método da compra considera a concentração de atividades empresariais na perspetiva da entidade adquirente. A adquirente compra ativos líquidos e reconhece os ativos adquiridos e os passivos e passivos contingentes assumidos, incluindo mesmo aqueles que não tenham sido anteriormente reconhecidos pela adquirida, desde que possam ser fiavelmente mensurados. A mensuração dos ativos e passivos da adquirente não é afetada pela transação, nem quaisquer ativos ou passivos adicionais da adquirente são reconhecidos como consequência da transação, porque não são objeto da transação. Neste sentido, constatamos que mesmo nas situações de fusão por constituição de nova sociedade, uma das entidades envolvidas, tem obrigatoriamente de ser reconhecida como a adquirente.

A adquirente deve, também, à data da aquisição, reconhecer o *goodwill* adquirido numa CAE como um ativo e mensurá-lo inicialmente pelo seu custo, que é o excesso do custo da CAE sobre o interesse da adquirente no justo valor líquido dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis.

Depois do reconhecimento inicial, a adquirente deve mensurar o *goodwill* adquirido numa CAE assim como outros ativos intangíveis com vida indefinida, pelo custo menos qualquer perda por imparidade acumulada.

Quando o interesse da adquirente no justo valor líquido dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis reconhecidos exceder o custo da CAE, deve a adquirente: (i) reavaliar a identificação e a mensuração dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da adquirida e a mensuração do custo da concentração; (ii) reconhecer imediatamente nos resultados qualquer excesso remanescente após a reavaliação.

Posteriormente vimos que, quando o valor inicial de uma CAE apenas puder ser determinado provisoriamente, a adquirente deve contabilizar a concentração usando esses valores provisórios podendo reconhecer quaisquer ajustamentos nesses valores provisórios como resultado da contabilização inicial num período até doze meses após a data da operação.

Finalmente, descrevemos quais as informações que a entidade adquirente deve divulgar quando empreende numa operação de concentração empresarial.

### **3. Regime fiscal aplicável às fusões de sociedades em Portugal**

#### **3.1.Introdução**

Como já tivemos oportunidade de referir, as operações de reorganização empresarial, onde se encontram abrangidas as operações de fusão, são hoje uma realidade cada vez mais comum, quer a nível nacional, quer a nível internacional. A disciplina fiscal, referente a esta temática tem sido

---

<sup>82</sup> Contudo, vimos que as operações que envolvem entidades sob controlo comum não se aplicam estas normas, pelo que não existe a obrigatoriedade de aplicação do método da compra.

encarada de modo divergente pela doutrina, alinhando-se em duas correntes:

Uma, que defende não existir interrupção na atividade económica objeto de fusão, havendo apenas alteração de pessoa jurídica que prossegue a atividade (...) de acordo com esta perspectiva, a sociedade incorporante ou nova sucede, relativamente a todos os direitos e obrigações, à sociedade fundida (princípio da sucessão na plenitude de direitos, princípio da sucessão universal ou princípio da continuidade). Outra posição sustenta que do ato decorre a cessação da atividade da sociedade dissolvida e o nascimento de uma outra (nova) atividade no seio da sociedade nova ou incorporante. A operação é, neste último caso, assimilada a uma venda (Faria, 1987 *apud* Fernandes, 2009: 1).

Do ponto de vista fiscal estas duas correntes levam-nos, também, a diferentes soluções de tributação.

De acordo com a primeira, a fusão deverá ser uma operação fiscalmente neutra, o que implica que não seja concedido um tratamento diferente à atividade da sociedade nova ou da incorporante daquele que era dado a essa atividade em sede da sociedade fundida, não devendo, do mesmo modo, recair sobre a transmissão dos bens, ocorrida em virtude da fusão, qualquer carga tributária.

(...) cumpre assegurar a neutralidade fiscal a estas operações, ou seja, garantir que, traduzindo-se as mesmas em factos de que normalmente decorre uma tributação, esta não constituirá um obstáculo à realização dessas operações. Isso leva normalmente, verificados certos requisitos, a afastar essa tributação, de modo definitivo ou diferindo-a para momento ulterior (Freitas Pereira, 2010: 423).

De acordo com a segunda corrente, tudo se passa fiscalmente como se a sociedade fundida tivesse cessado a sua atividade, devendo, consequentemente, aplicar-se o regime próprio da liquidação; é como se a sociedade resultante da fusão iniciasse uma nova atividade, havendo lugar a tributação na esfera dos sócios.

O normativo fiscal português, nitidamente inspirado pela primeira corrente permite às empresas beneficiar de um regime de neutralidade fiscal (doravante RNF), desde que sejam cumpridos determinados requisitos. Esta questão foi introduzida no Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (doravante CIRC) em 1989<sup>83</sup>, nos seus artigos 62.º e 64.º (numeração originária), aplicando-se “à fusão e cisão de sociedades com sede ou direção efetiva em território português”. Contudo, esta era uma solução nacionalmente confinada, e, não ultrapassando as fronteiras nacionais, inviabilizava as fusões transnacionais.

Dada esta problemática, foi posta em prática, em 1990, uma estratégia de harmonização a nível comunitário, através da publicação da Diretiva n.º 90/434/CEE, de 23 de Julho (vulgarmente denominada por “Diretiva das Fusões e Aquisições”), relativa ao regime fiscal comum aplicável às fusões, cisões, entradas de ativos e permutas de ações entre sociedades de Estados-membros diferentes<sup>84</sup>. De acordo com este diploma, as operações de reestruturação “(...) não devem ser entravadas por restrições, desvantagens ou distorções especiais resultantes das disposições fiscais dos Estados-membros”.

<sup>83</sup> Este regime já continha o essencial daquilo que hoje chamamos neutralidade fiscal.

<sup>84</sup> Este diploma foi alterado pela Diretiva n.º 2005/19/CEE de 17 de Fevereiro e mais tarde substituído pela Diretiva n.º 2009/131/CE, de 19 de Outubro.

Considerando que as fusões, as cisões, as entradas de ativos e as permutas de ações entre sociedades de Estados-membros diferentes podem ser necessárias para criar, na comunidade, condições análogas às de um mercado interno e assegurar deste modo a realização e o bom funcionamento do mercado comum; que essas operações não devem ser entravadas por restrições, desvantagens ou distorções especiais resultantes das disposições fiscais dos Estados-membros; que importa, por conseguinte, instaurar, para essas operações, regras fiscais neutras relativamente à concorrência, a fim de permitir que as empresas se adaptem às exigências do mercado comum, aumentem a sua produtividade e reforcem a sua posição concorrencial no plano internacional (Diretiva 90/34/CEE, parágrafo 1).

O regime fiscal previsto nesta Diretiva foi transposto para o Ordenamento Jurídico Português nos anos de 1992 e 1993 (pelos Decretos-lei n.ºs 123/92, de 2 de Julho, e 6/93, de 9 de Janeiro), constando hoje dos artigos 73.º e seguintes do CIRC.

De acordo com Barros (2009: 26) o regime fiscal aplicável às fusões vai de encontro ao interesse extrafiscal que a reorganização e o fortalecimento do tecido empresarial exigem. Segundo o autor, estas operações, desde que garantida a sua racionalidade económica, não devem ser dificultadas, mas antes incentivadas, sem que sejam criadas entraves à sua efetivação.

Dado o âmbito deste estudo propomo-nos, nos pontos seguintes, a analisar sumariamente o regime fiscal aplicável às fusões de sociedades. Abordaremos de uma forma geral os vários impostos a considerar numa operação de fusão<sup>85</sup>. Com efeito, daremos especial destaque ao tratamento fiscal em sede de imposto sobre o rendimento.

Posteriormente, faremos breves apontamentos ao tratamento fiscal em sede de Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA), Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Bens (IMT) e Imposto de Selo (IS). Terminaremos este ponto com a análise do artigo 60.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF), onde são introduzidos alguns benefícios fiscais decorrentes da reorganização de empresas.

### **3.2. Tratamento fiscal em sede de imposto sobre o rendimento**

Em regra, na medida em que provocam transmissões de ativos e passivos e “troca” de participações sociais, as operações de fusão originam resultados suscetíveis de tributação quer na esfera das sociedades intervenientes nas operações quer nas dos seus sócios. De facto, aquando da realização destas operações poderão existir reservas ocultas resultantes da diferença entre o valor contabilístico ou custo de aquisição dos ativos e o seu valor de mercado. De acordo com Câmara (2007) surgem aqui, as primeiras questões a que importa responder: a fusão dará origem à realização de tributação das reservas ocultas ou haverá alguma forma para impedir tal situação? Terá esta pergunta resposta tanto a nível das sociedades como dos sócios?

Como vimos no ponto anterior, em Portugal, tal como em muitos outros países, existem dois regimes de enquadramento das operações de reestruturação: o regime geral e o regime de neutralidade fiscal (RNF), que estão ao dispor, em alternativa, dos contribuintes. Apesar da nossa análise ser

---

<sup>85</sup> Não é nosso objetivo estudar de forma exaustiva e em detalhe o atual regime. Esta matéria pode ter um alcance tão vasto que constituiria em si mesma uma dissertação.

direcionada ao RNF, dado que em regra as sociedades optam por este regime, começaremos por introduzir, ainda que de forma sucinta, como são tratadas as fusões pelo regime geral, visto que haverá sempre operações de fusão e cisão que serão realizadas de acordo com o regime regra, quer porque os intervenientes não podem recorrer ao regime especial devido às suas diversas exigências (tanto no plano doméstico, como transfronteiriço), quer porque não têm objeções a que se considerem realizadas mais-valias ou ganhos da referida operação (Câmara, 2007:172).

### **3.2.1. Regime Geral**

#### **3.2.1.1. Regime aplicável às sociedades**

No regime geral apuram-se resultados ao nível da sociedade fundida em consequência da transferência de elementos patrimoniais dessa sociedade para a sociedade beneficiária, tendo em conta o valor de mercado desses elementos patrimoniais, e bem assim em resultado da anulação de ajustamentos, perdas por imparidade e outras correções de valor assim como de provisões.

No que toca aos prejuízos fiscais reportáveis das sociedades fundidas, que se extinguem em consequência da fusão, sempre que não for possível deduzi-los aos lucros tributáveis dessas sociedades, não podem ser transferidos para a sociedade beneficiária. Em contrapartida, na sociedade beneficiária, os ativos são valorados para efeitos fiscais ao valor de mercado, que funciona, para todos os efeitos, como valor de aquisição, podendo os elementos do ativo fixo tangível transferidos ser depreciados, sendo caso disso, como bens adquiridos em estado de uso sobre os valores de mercado<sup>86</sup>. No caso de existirem diferenças entre os valores aceites fiscalmente e os valores contabilizados, estes devem ser regularizados, sendo acrescidos ao resultado líquido do exercício.

De acordo com Elias (2011) haverá ainda lugar ao cumprimento das obrigações acessórias, quer por parte da sociedade fundida quer por parte da sociedade beneficiária.

#### **3.2.1.2. Regime aplicável aos sócios**

Ao nível dos sócios, nas fusões e cisões, pode haver lugar a tributação dos sócios da sociedade contribuidora em consequência da troca de participações sociais ou da receção de novas participações sociais a acrescer às anteriormente detidas.

Quando os sócios recebem partes de capital social da sociedade beneficiária, num processo de fusão, havendo lugar a tributação de mais-valia, o resultado da diferença entre o valor de mercado das partes de capital recebidas e o valor de aquisição das antigas, encontra-se sujeito a tributação (Elias, 2011: 59).

Havendo lugar a tributação como dividendo, nos termos atrás indicados, o que tem suscitado controvérsia, os rendimentos ficam sujeitos a tributação e a retenção na fonte, no momento em que são colocados à disposição do seu titular.

---

<sup>86</sup> Tendo em conta os limites que se encontram estipulados pelo Decreto Regulamentar 25/2009, de 14 de Setembro.

Foi, com o intuito de evitar este desfecho<sup>87</sup>, que os diversos sistemas fiscais, para que não houvesse um claro desincentivo de todas as partes, procederam à implementação de um regime especial – aplicável às fusões, cisões, entradas de ativos e permutas de partes sociais – que permite diferir o momento da tributação. A adesão a este regime pelas sociedades que realizam operações de fusão é quase unânime.

O facto dos intervenientes nestas operações pretenderem, na maioria dos casos, evitar, ou melhor, diferir a tributação, acaba por conduzir a que o recurso ao “regime especial” seja regra em termos estatísticos (Câmara, 2007: 172).

Dada esta aderência ao RNF, concluímos que a sua análise no contexto do nosso trabalho mostra elevada relevância, pelo que dedicaremos os pontos seguintes ao seu estudo, começando por referir as razões que levaram à sua implementação. De seguida, definiremos o seu âmbito de aplicação, descrevendo posteriormente a forma como é aplicado às sociedades envolvidas na operação de fusão e aos seus sócios.

### **3.2.2. Regime da Neutralidade Fiscal**

#### **3.2.2.1. Aspetos gerais**

O legislador fiscal consagrou claramente, nos artigos 73.º e seguintes do CIRC, o princípio da continuidade tendo adotado uma postura de neutralidade relativamente às fusões, em atinência ao incentivo e fortalecimento das empresas.

De acordo com Sanches (2008) esta posição de neutralidade fiscal justifica-se pelo facto da tributação destas operações poder constituir um importante desincentivo à sua realização.

(...) Se a operação for acompanhada de um imposto a pagar (...), na maior parte dos casos ela não será feita. A reestruturação tem vantagens porque vai (no futuro) aumentar a eficiência económica da estrutura empresarial, mas teriam de ser vantagens muito elevadas – e bem certas – para compensarem a existência de imposto. Existindo imposto, em vez da operação que iria otimizar a organização das empresas, vai procurar-se uma qualquer outra forma, ainda que menos eficiente, para compensar a desvantagem organizativa existente: as duas empresas em vez, de se fundirem (pagando elevados impostos por uma reestruturação que se destina a aumentar os lucros no futuro, mas que, em si mesma considerada, não produz qualquer lucro), vão fazer um acordo de cooperação ou consórcio. A ausência de neutralidade fiscal do sistema faz com que se procurem soluções que proporcionem algumas vantagens da atuação em conjunto, sem que haja o custo fiscal da fusão (Sanches, 2008: 10).

Dados estes argumentos, podemos constatar que o imposto iria retirar o incentivo que as partes têm para realizar a operação de concentração, uma vez que o montante de imposto seria mais elevado que o benefício líquido que as partes retirariam. Haveria então, aquilo que os economistas chamam uma perda absoluta de bem-estar, dado que as empresas não realizariam este tipo de operação e consequentemente o Estado não teria oportunidade de as tributar.

Como todos os intervenientes ficam a perder no caso de operações de reestruturação que deixem de se realizar por motivos fiscais, a solução habitual do ordenamento jurídico é a não tributação destas operações, ou seja, a sua neutralidade fiscal – uma não tributação que nem

---

87 Entre outras razões a abordar no ponto seguinte.

sequer implica uma perda de receitas fiscais, uma vez que se trata de um imposto que na maioria dos casos, não seria cobrado, porque a operação não teria lugar (Sanches, 2008: 11).

De acordo com a doutrina, a justificação da neutralidade fiscal em sede de IRC pode, ainda, ser atribuída a outros problemas, que não a sobrevivência de impostos em vias de extinção. Estes problemas estão essencialmente relacionados com o modo como se tributam as mais-valias das empresas. Sanches (2008) afirma que:

(...) quando se realiza uma fusão ou cisão, o que implica uma decisão do mercado sobre o valor dos patrimónios das empresas fundidas ou cindidas, vamos ter, antes dessa transação, uma avaliação do valor das sociedades fundidas para determinar as relações de troca entre as suas participações sociais. Assim estas relações de troca podem ser consideradas como uma forma de realização de mais-valias e menos-valias latentes. Isto, porque a avaliação de uma sociedade consiste na avaliação da totalidade dos seus ativos, nomeadamente daqueles que detêm por um longo período de tempo e que, podendo estar no balanço por um valor baixo, entretanto se valorizam. Iríamos assim ter, no momento da operação de reestruturação, a tributação dessas variações patrimoniais (Sanches, 2008: 12).

Sem o RNF, a operação de fusão seria o momento oportuno para tributar as mais-valias latentes, o que seria um desincentivo à sua realização, como vimos: mais uma vez, teríamos um imposto que raramente seria objeto de cobrança – a realização das mais-valias iria criar um pesado imposto e consequentemente fazer com que os gestores encontrassem outras soluções estratégicas que não a fusão.

Dados estes problemas, a solução encontrada pela maioria dos sistemas fiscais foi a introdução de um regime de neutralidade para estas operações onde, de uma forma geral, o lucro tributável da sociedade beneficiária é calculado como se não tivesse ocorrido fusão.

Como referimos, atualmente, em Portugal o RNF encontra-se previsto nos artigos 73.º e seguintes do CIRC. No primeiro daqueles artigos é delimitado o âmbito subjetivo de aplicação, indicando-se que sociedades nele são contempladas e onde se tipificam e recortam com detalhe as operações de reorganização que podem usufruir de neutralidade fiscal; nos restantes estão definidas as regras formais e substantivas aplicáveis às fusões que podem aspirar ao dito regime de neutralidade.

No ponto seguinte delinearemos o âmbito de aplicação do RNF de acordo com o normativo fiscal português. Seguidamente analisaremos quais os procedimentos que as empresas envolvidas na operação de fusão devem tomar para a correta aplicação do RNF.

#### **3.2.2.2. Âmbito de aplicação**

De acordo com este regime, as operações de fusão devem ser consideradas neutras, ou seja, aplicando-se o disposto no artigo 74.º do CIRC, o lucro tributável da sociedade beneficiária é determinado como se não tivesse ocorrido fusão. O âmbito de aplicação deste regime encontra-se delineado no artigo 73.º do CIRC. Assim para efeitos de aplicação do regime especial, é considerada como fusão:

- A transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra já existente (fusão



por incorporação). Em contrapartida a sociedade beneficiária entrega quotas ou ações representativas do seu capital social e, eventualmente, quantias em dinheiro que não poderão ultrapassar 10% do valor nominal das participações atribuídas;

- A constituição de uma nova sociedade para a qual se transferem os patrimónios das sociedades fundidas e se atribuem aos sócios e acionistas partes representativas do capital da nova sociedade (fusão por concentração). Também poderão ser atribuídas quantias em dinheiro que não deverão exceder 10% do valor nominal das participações atribuídas;
- A transferência dos ativos e passivos da sociedade fundida para a sociedade beneficiária que é detentora da totalidade das partes representativas do capital social da primeira.

De acordo com Barros (2011) esta última modalidade pode ser considerada como uma extensão da primeira, consistindo na transferência do conjunto do património de uma sociedade totalmente pertencente a outra, ocorrendo quando a sociedade incorporada tem como único sócio a sociedade incorporante. Considera-se transferência de ativos, de acordo com o n.º 3 do artigo 73.º do CIRC, a operação pela qual uma sociedade (sociedade contribuidora) transfere, sem que seja dissolvida, o conjunto ou um ou mais ramos da sua atividade para outra sociedade (sociedade beneficiária), tendo como contrapartida partes do capital social da sociedade beneficiária.

No que se refere à delimitação do âmbito de aplicação do supracitado regime, convém, salientar que a sua aplicação está confinada a sociedades com sede ou direção efetiva em território português sujeitas e não isentas de IRC, desde que o lucro tributável não seja determinado pelo regime simplificado e a sociedades de outros Estados-membros da União Europeia desde que todas as sociedades se encontrem nas condições estabelecidas no artigo 3.º da Diretiva n.º 90/434/CEE, de 23 de Julho.

A aplicabilidade deste regime está ainda sujeita a determinadas condições a apresentar, nomeadamente a uma cláusula especial anti-abuso, que se encontra prescrita no n.º 10 do artigo 73.º do CIRC. Nos termos deste preceito, podemos perceber, que o legislador, fazendo uso da faculdade que lhe foi conferida pela Diretiva, optou por prever uma norma anti-abuso, através da qual permite às autoridades fiscais portuguesas recusar a aplicação do RNF, sempre que concluam que as operações em causa tiveram como principal objetivo ou como um dos principais objetivos a evasão fiscal. De acordo com Romão e Pontes (2006: 95):

(...) pode considerar-se verificado [evasão fiscal], nos casos em que (i) as sociedades intervenientes não tenham a totalidade dos seus rendimentos sujeitos ao mesmo regime de tributação em IRC ou (ii) tais operações não tenham sido realizadas por razões económicas válidas, tais como a reestruturação ou racionalização das atividades das sociedades intervenientes.

Assim, se for demonstrado que a fusão não foi realizada por motivos económicos válidos, conclui-se que a operação foi realizada com o principal objetivo de evasão fiscal o que implica o tratamento da operação pelo regime geral.

Não obstante, a aplicação do supracitado regime esta, ainda sujeito a outras condições a apresentar pelas sociedades envolvidas na operação, pelo que dedicaremos o ponto seguinte do nosso trabalho à análise dessas condições.

### **3.2.2.3. Regime aplicável às sociedades**

Por força do RNF as operações de fusão podem ser consideradas neutras sendo que o lucro tributável da sociedade beneficiária é calculado como se não houvesse fusão. Este regime tem como objetivo assegurar o diferimento da tributação das mais-valias referentes à operação de fusão, assentando assim numa ideia de continuidade do exercício da atividade pela sociedade beneficiária, que decorre dos direitos e obrigações das sociedades fundidas (Cunha, 2005). De acordo com Romão e Pontes (2006):

(...) o chamado regime de neutralidade fiscal o que permite é, em regra, tão somente diferir para momento posterior a tributação a que haveria lugar no momento da fusão, cisão ou entrada de ativos (e não uma verdadeira isenção da tributação), o CIRC estabelece que o apuramento dos resultados que venham a ser obtidos pela sociedade beneficiária relativamente aos elementos transferidos é feito como se não tivesse havido fusão, cisão ou entrada de ativos dado que se tomará como valor de aquisição de tais elementos o valor pelo qual estavam registados na contabilidade da sociedade fundida, cindida ou contribuidora (Romão e Pontes, 2006: 95).

De acordo com o estabelecido no n.º 1 do artigo 74.º do CIRC na determinação do lucro tributável das sociedades fundidas, não é considerado qualquer resultado derivado da transferência dos elementos patrimoniais em consequência da fusão, nem são considerados como rendimentos e gastos tributáveis os ajustamentos em inventários; perdas por imparidade e outras correções de valor, que respeitem a créditos, inventários e, bem assim, às provisões relativas a obrigações e encargos objeto de transferência, aceites para efeitos fiscais, com exceção dos que respeitem a estabelecimentos estáveis situados fora do território português, quando estes são objeto de transferência para entidades não residentes.

(...) não há lugar ao apuramento de mais ou menos-valias realizadas por motivo da fusão (...). A venda de um património dá geralmente lugar à realização de uma mais-valia, medida pela diferença entre o valor de realização e o valor contabilístico do património líquido transmitido, deduzidas as menos-valias realizadas (...) tendo o legislador do IRC considerado não haver qualquer interrupção da atividade transmitida em virtude da fusão ou cisão, não entram no apuramento do lucro tributável das sociedades fundidas ou cindidas as mais ou menos-valias decorrentes desses atos. Estas mais-valias, a existirem, têm uma natureza meramente potencial, só sendo passíveis de tributação aquando da sua realização já no seio da sociedade nova ou incorporante (Código do IRC Comentado e Explicado, 1990).

No que respeita às sociedades beneficiárias, por seu turno, estatui-se que “o apuramento dos resultados respeitantes aos elementos patrimoniais transferidos é feito como se não tivesse havido fusão” (cf. a alínea a) do n.º 4 do artigo 74.º do CIRC). Para que isto seja posto em prática, torna-se necessário que os elementos patrimoniais transferidos sejam registados pelos mesmos valores que tinham na sociedade fundida mantendo-se inalteradas as políticas que nela vinham sendo seguidas, relativamente a depreciações ou amortizações sobre os elementos do ativo transferidos<sup>88</sup>, bem como a

---

<sup>88</sup> Considerando que tais valores são os que resultam da aplicação das disposições do CIRC ou de reavaliações efetuadas ao

ajustamentos, perdas por imparidade e provisões transferidas (cf. os n.ºs 3 e 4 do artigo 74.º do CIRC). Desta forma torna-se obrigatório que faça parte da documentação fiscal a reconciliação entre os valores relevantes para efeitos fiscais e os valores relevados para efeitos contabilísticos.

Esta disposição, igualmente na esteira do princípio da neutralidade fiscal, vem estipular que, em matéria de mais e menos valias, de reintegrações [depreciações] e amortizações e de provisões, tudo se passa como se não tivesse havido fusão (...) assim para efeitos de determinação do lucro tributável da sociedade resultante da fusão ou cisão, o apuramento das mais ou menos-valias obtidas com a alienação onerosa de bens do ativo imobilizado é feito como se fossem as próprias sociedades fundidas ou cindidas a realizar essa alienação. Consequentemente, o valor de aquisição a ter em conta é o valor por que estas sociedades adquiriram os bens e não o valor por que estes foram transmitidos para a nova sociedade ou sociedade incorporante (...) No que respeita às amortizações efetuadas sobre os elementos do ativo imobilizado transmitido, deverá a sociedade adquirente, na determinação do seu lucro tributável, levar em conta todas as que foram efetuadas no âmbito das sociedades fundidas ou cindidas, devendo ainda continuar a aplicar o regime que vinha sendo seguido nestas sociedades (...) Quanto às provisões adotou-se, mais uma vez o princípio da continuidade da atividade, devendo a sociedade para a qual foi transmitido o património continuar a aplicar o regime que era aplicável nas sociedades fundidas (...) (Código do IRC Comentado e Explicado, 1990: 240).

No que toca às sociedades beneficiárias é ainda estipulado no n.º 6 do artigo 74.º do CIRC que, quando ela tenha uma participação no capital da(s) sociedade(s) fundida(s), “não concorre para formação do lucro tributável a mais-valia ou menos-valia eventualmente resultante da anulação das partes de capital detidas naquelas sociedades em consequência da fusão” (cf. o n.º 6 do artigo 74.º do CIRC).

Contempla-se nesta disposição os casos em que a sociedade para a qual são transferidos os patrimónios das sociedades fundidas ou cindidas já detém uma participação no capital destas sociedades, determinando-se que, existindo uma mais-valia em consequência da anulação da participação, não é a mesma tributada no seio da sociedade participante. (Código do IRC Comentado e Explicado, 1990: 240).

Contudo, o processo inverso, ou seja, quando uma sociedade detém uma participação no capital de outra sociedade e esta última incorpora a primeira tem sido considerada pela Administração fiscal como uma operação atípica sendo excluída do âmbito do RNF (Castro, 2011: 28)<sup>89</sup>

Esta é uma questão controversa<sup>90</sup>. A tese da Administração fiscal assenta, de uma forma geral, no pressuposto de que para efeitos de aplicação do RNF, a fusão deve estar contemplada na enumeração taxativa do n.º 1 do artigo 73.º do CIRC e observar exaustivamente os requisitos aí previstos. Se a operação não corresponder integralmente ao elenco desses requisitos – designadamente, se não tiver sido realizada com a atribuição aos sócios da sociedade fundida de partes representativas de capital social da sociedade beneficiária, com a exceção dos casos em que a sociedade beneficiária detém as sociedades fundidas a 100% –, ser-lhe-á recusada a fruição do regime. Como consequência ser-lhe-ão aplicadas as regras gerais: a sociedade contribuidora será tratada como se houvesse

---

abrigo da legislação de caráter fiscal.

89 Cf. o Despacho n.º 1204/2004-XV do SEAF, de 19/6/2004 (P.º 3127/2003).

90 Muita tinta tem corrido na doutrina fiscal à cerca desta restrição ao regime. Apesar de ser um tema profundamente interessante para investigação, a nossa análise não tem como objeto de estudo estas operações inversas. Limitar-nos-emos, a apresentar o problema, de uma forma muito geral, assim como a opinião de alguns autores que se têm debruçado sobre esta complexa temática. Entre eles: Faria (1987), Bilau (2004), Freitas Pereira (2006, 2010), Lobo (2006), Godinho e Betencourt (2006), Mendes (2006), Romão e Pontes (2006), Câmara (2007), Drago (2007), Sanches (2008), Fernandes (2009), Teixeira (2009) e Lobo Xavier, *et al.* (2012).

transmitido ao valor de mercado os ativos destacados por via da fusão, sendo então necessário apurar as mais-valias ou menos-valias eventualmente realizadas, nos termos do artigo 46.º do CIRC; a sociedade beneficiária, por idêntica razão, será vista como tendo experimentado uma variação patrimonial positiva, que concorre para a determinação do respetivo lucro tributável nos termos dos n.ºs 1 e 2 do artigo 21.º do mesmo diploma legal.

Sanches (2008) discorda da exclusão das fusões inversas, considerando que o RNF deve ser aplicado a este tipo de operações.

(...) os casos de fusão por incorporação, em que a sociedade é incorporada e dissolvida numa subsidiária que detém a 100%, são um negócio jurídico previsto na alínea a) do artigo 67.º, n.º 1, do CIRC [que corresponde no CIRC atual à alínea a) do n.º 1 do artigo 73.º] e, portanto, suscetível de beneficiar do RNF. Esta conclusão resulta da análise literal do preceito (que não deixa qualquer dúvida), e é confirmada pela interpretação do mesmo, baseada na evolução histórica, nos princípios que concretiza e, em especial, pela conformação de Direito Comunitário em questão. Para mais, uma fusão em que uma sociedade é incorporada e dissolvida numa sua subsidiária que detém a 100% à qual tenha sido reconhecida a neutralidade fiscal ao abrigo do Decreto-Lei n.º 404/90, de 21 de Dezembro, não pode, em sede inspetiva, deixar de ser considerada neutral em virtude de se tratar de uma operação com as referidas características, sem que haja violação não só dos princípios e regras acima referidos, como de um ato concreto constitutivo de direitos (Sanches, 2008: 7).

O autor conclui afirmando que a exclusão das fusões inversas do âmbito de aplicação do RNF consiste numa “má-fé processual” da Administração Fiscal.

Pereira (2010: 438) num estudo comparado entre Portugal e Espanha na forma como transpuseram a Diretiva das Fusões e Aquisições para as suas legislações, concluiu que a diretiva não constitui qualquer obstáculo à admissibilidade da fusão inversa ao RNF, devendo ser aplicado o regime se existir razões económicas válidas para a realização da operação. De acordo o seu estudo, o autor concluiu que outros Estados-membros, nomeadamente Espanha, fizeram outra interpretação da Diretiva 90/434/CEE, concedendo a aplicabilidade do RNF a este tipo de operações.

Lobo Xavier *et al.* (2012) também se pronunciaram sobre esta temática assumindo, da mesma forma, uma posição claramente contrária à da Administração Fiscal.

(...) em nosso entender, a doutrina propugnada pela Administração assenta numa interpretação literal e formal do texto legal, desprezando a sua teleologia ao ponto de aportar a soluções manifestamente injustas, exageradas e desprovidas de qualquer racionalidade. Nestes casos, com efeito, ocorridos dentro do mesmo grupo societário, não há em regra qualquer manifestação de riqueza revelada por este tipo de operações, nem tão pouco elas propiciam vantagens fiscais de qualquer espécie: encontram-se em causa, as mais das vezes, meros objetivos de racionalidade de gestão (Lobo Xavier *et al.*: 2012: 253).

Não obstante, outras operações têm sido recusadas do âmbito de aplicação do RNF, que igualmente têm gerado alguma controvérsia, nomeadamente, a fusão com sócios comuns às sociedades intervenientes sem aumento de capital, ou seja o regime especial é apenas aplicável se a sociedade incorporante proceder a um aumento do correspondente capital social e à consequente atribuição de novas partes de capital social aos sócios da sociedade incorporada.

De acordo com Lobo Xavier *et al.* (2012) a tese sustentada pela Administração Fiscal filia-se num único argumento de natureza literal, uma vez que, na definição das hipóteses de fusão ao abrigo

do artigo 73.º do CIRC, o legislador se refere sempre à atribuição de participações aos sócios das sociedades fundidas como elemento obrigatório para que se possa proceder à aplicação do regime de neutralidade, unicamente com a exceção dos casos em que a sociedade fundida é detida a 100% pela sociedade incorporante, ao abrigo da alínea c) do n.º1 do artigo 73.º do CIRC.

Como tivemos oportunidade de analisar, quando fizemos a análise societária da fusão, existem três casos em que o aumento de capital social e a correspondente atribuição de partes de capital são dispensados. Dois deles estão previstos no n.º 3 do artigo 104.º do CSC, vejamos:

por efeito de fusão por incorporação, a sociedade incorporante não recebe partes, ações ou quotas de si própria em troca de partes, ações ou quotas na sociedade incorporada de que sejam titulares aquela ou esta sociedade ou ainda pessoas que atuem em nome próprio, mas por conta de uma outra dessas sociedades (n.º 3 do artigo 104.º do CSC).

Ou seja (i) quando a sociedade incorporante detenha participações na sociedade incorporada, na medida dessas partes de capital e (ii) quando a sociedade incorporada detenha ações ou quotas próprias, na medida dessas partes de capital. Vimos também que quando a sociedade incorporante detenha mais de 90% ou a totalidade das partes de capital da sociedade incorporada, é da mesma forma dispensada a atribuição de partes sociais.

Parece-nos, desta forma, que a posição da Administração Fiscal, ao dispensar a atribuição de partes sociais apenas quando a sociedade incorporante é detentora da totalidade das partes representativas do capital social da incorporada é extremamente injusta, dado que o CSC prevê outras situações onde estas podem ser dispensadas (Barros, 2011).

Estas são problemáticas que penetram em terrenos difíceis. Seria impossível desenvolvê-la pormenorizadamente, e com o detalhe que merecem no âmbito do nosso trabalho. O nosso objetivo, neste ponto, é bem mais humilde. Como já referimos anteriormente, procuramos aferir, como é aplicado o RNF quando duas ou mais empresas empreendem numa estratégia de fusão.

Não poderíamos terminar este ponto sobre o regime fiscal aplicável à fusão de sociedades sem deixar alguns apontamentos sobre a data a partir da qual a fusão assume relevância para efeitos fiscais dado que que esta é, também, uma problemática que tem levantado algumas dúvidas na doutrina.

De acordo com o n.º 7 do artigo 74.º do CIRC a fusão é considerada para efeitos fiscais desde a data determinada no projeto de fusão, a partir da qual, do ponto de vista contabilístico, as operações das sociedades são consideradas como efetuadas pela sociedade beneficiária, desde que se situe no mesmo período de tributação dos efeitos jurídicos da operação. É, neste contexto, importante lembrar que os efeitos jurídicos da fusão dão-se através do seu registo definitivo, data em que se consolidam efetivamente todos os seus efeitos, quer em termos contabilísticos, quer em termos jurídicos.

A Administração Fiscal veio, em 2001, esclarecer que a data fixada no projeto de fusão, a partir da qual as operações das sociedades a fundir ou a incorporar são consideradas, do ponto de vista contabilístico, como efetuadas por conta da nova sociedade ou da sociedade incorporante, só adquire eficácia para efeitos fiscais com o registo definitivo, conforme informação n.º 1230/2001, da Direção de Serviços do IRC.

Desta forma, concluímos que no período intercalar, só contabilisticamente é que as operações são consideradas como efetuadas por conta da nova sociedade ou da sociedade incorporante, porque, no plano jurídico são as mesmas imputáveis às sociedades a fundir ou a incorporar, as quais mantêm a sua existência até à data do registo definitivo da fusão. Só nesta data é que se dá a transferência daquelas operações para a nova sociedade ou para a incorporante e os seus efeitos deixam de projetar-se apenas na esfera contabilística e passam também para o plano jurídico, dando-se como que a consolidação de todos os efeitos.

Daí que se defenda a atribuição de relevância fiscal à data que se refere a alínea i) do n.º 1 do artigo 98.º do CSC, isto é, reconhece-se a possibilidade de a sociedade incorporante refletir nas contas relativas ao exercício da fusão, os resultados das operações realizadas pelas sociedades incorporadas durante o período intercalar, desde que se observem certos limites temporais decorrentes quer da aplicação do princípio da periodização económica (n.º 1 do artigo 18 do CIRC) quer das regras definidoras da duração do período de tributação (artigo 8.º do CIRC) (Silva, 2011: 59).

Com efeito, sempre que a data constante no projeto de fusão e a data de registo se situem num período de tributação coincidente, os resultados realizados pelas sociedades a fundir durante o período decorrido entre a data fixada no projeto e a data da produção de efeitos jurídicos da operação são incluídos no lucro tributável da sociedade beneficiária respeitante ao mesmo período de tributação em que seriam considerados por aquelas sociedades (cf. artigo 74.º, n.º 8 do CIRC).

Analisado o regime aplicável às sociedades, ainda que de uma forma muito geral, no ponto seguinte analisaremos o regime aplicável aos sócios em sede de aplicação do RNF.

#### **3.2.2.4 Regime aplicável aos sócios**

Como se viu no ponto anterior, foi adotado um princípio de continuidade da atividade da sociedade fundida na sociedade beneficiária. Não obstante, havia, por outro lado que estabelecer o regime aplicável aos sócios das sociedades fundidas, o que se verifica no artigo 76.º do CIRC.

De acordo com o preceito supracitado, nos casos de fusão de sociedades a que seja aplicável o RNF, não há lugar, relativamente aos sócios (que sejam sociedades) das sociedades fundidas, ao apuramento de ganhos ou perdas para efeitos fiscais em consequência da fusão, desde que, as partes de capital recebidas pelos sócios das sociedades fundidas sejam valorizadas, para efeitos fiscais, pelo valor que tinham as partes de capital entregues.

Fica assim assente que o legislador adotou uma solução de não tributação no momento em que se realizam as operações, diferindo-a para a ulterior alienação das partes sociais recebidas. Haverá contudo que respeitar o requisito expresso na parte final do n.º 1 do artigo 76.º do CIRC, isto é, que para efeitos fiscais as partes de capital recebidas pelos sócios das sociedades fundidas sejam valorizadas pelo valor que tinham as partes de capital entregues<sup>91</sup>. Se assim não for, verificar-se-á uma

<sup>91</sup> É neste ponto importante salientar que, de acordo com as normas internacionais de contabilidade (IFRS 3), que afastam a possibilidade anteriormente admitida (IAS 22 e, no plano nacional, Diretriz Contabilística n.º1), de aplicação do método da comunhão de interesses para efeitos contabilísticos, impondo a contabilização pelo método da compra, foram alteradas pelo Decreto-lei 159/2009, de 13 de julho, as disposições pertinentes do CIRC no sentido de não ser necessário uma

mais-valia tributável nos termos gerais.

Contudo, havendo uma atribuição aos sócios de quantias em dinheiro para além dos títulos de participação da nova sociedade ou da sociedade incorporante (cf. o n.º 5 do artigo 97.º do CSC), serão as mesmas objeto de tributação.

Com efeito, pelo estabelecido no n.º 5 do artigo 78.º do CIRC, os sócios das sociedades fundidas devem integrar no processo de documentação fiscal, a que se refere o artigo 130.º do mesmo diploma, uma declaração onde conste a data, identificação da operação realizada e das entidades intervenientes, número e valor nominal das partes sociais entregues e recebidas, valor fiscal das partes sociais entregues e respetivas datas de aquisição, quantia em dinheiro eventualmente recebida e nível percentual da participação detida antes e após a operação de fusão.

Quando os sócios são pessoas singulares, diz-nos o n.º 8 do artigo 10.º do CIRS que se aplica também o RNF. Desta forma, a atribuição, em resultado da permuta de partes sociais, dos títulos representativos do capital social da sociedade beneficiária aos sócios da sociedade fundida não dá origem a qualquer tributação destes últimos se os mesmos continuarem a valorizar, para efeitos fiscais, as novas partes sociais pelo valor das antigas, determinado de acordo com o CIRS, sem prejuízo da tributação relativa às importâncias em dinheiro que lhes sejam eventualmente atribuídas.

No entanto quando o sócio perde a qualidade de residente em território português há lugar a tributação no ano em que se verificar essa perda (cf. o n.º 9 do artigo 10.º do CIRS). O valor a tributar corresponde à diferença entre o valor real das participações recebidas e o valor da participação antiga, segundo o artigo 46.º do CIRS. É evidente também que quando não são cumpridas as exigências do n.º 8 do artigo 10.º as mais-valias e menos-valias são tributadas de acordo com o regime geral, isto é, quando as novas partes de capital social da sociedade beneficiária não continuarem a ser valorizadas, para efeitos fiscais, pelo mesmo valor que eram valorizadas na empresa fundida.

### **3.2.2.5. Utilização de prejuízos fiscais acumulados da sociedade incorporada**

A transmissão dos prejuízos fiscais ainda não deduzidos da sociedade fundida para a sociedade beneficiária é uma das questões mais debatidas e complexas de todo o processo de fusão. Em Portugal, salvo situação de carácter excecional, os prejuízos fiscais das sociedades incorporadas podem ser deduzidos pela sociedade incorporante ou pela nova sociedade, no caso da fusão por constituição de nova sociedade, até um período máximo de quatro anos (n.º 1 do artigo 75.º e n.º 1 do artigo 52.º do Código do IRC). É, neste ponto, importante ter presente que a transmissão de prejuízos fiscais está limitada para as operações que se realizam nos termos do RNF.

---

efeitos fiscais manter na contabilidade da sociedade beneficiária os bens inscritos pelos mesmos valores por que se encontravam registados na sociedade fundida. Isso não obriga que seja necessário garantir para efeitos fiscais o princípio da continuidade e o regime de diferimentos de tributação pelo que, com base em registos paralelos, terão de se continuar a observar as regras anteriormente em vigor. Daí o conjunto de novas obrigações acessórias, que no termos do artigo 78.º do CIRC, passam a ser exigidas aos sujeitos passivos. Deve-se, no entanto, relevar que mesmo no regime anterior de continuidade dos valores contabilísticos, nada impedia que para efeitos de determinar as razões de troca, ou seja o total das participações sociais que devem ser atribuídas aos sócios por troca das anteriormente detidas se deva tomar em consideração o justo valor dos elementos transferidos.

Na doutrina, a possibilidade de transmissibilidade de prejuízos fiscais assume posições divergentes. Para alguns como Freitas Pereira (2010) a transmissibilidade é considerada como um benefício fiscal, dado que constitui uma derrogação ao regime geral constante no artigo 52.º do CIRC.

(...) o regime regra em matéria de reporte de prejuízos está definido no artigo 52.º do CIRC, constituindo o regime de transmissibilidade previsto no referido artigo 75.º uma derrogação a esse regime, apenas no caso de ser aplicável o regime de neutralidade fiscal, que se traduz numa vantagem fiscal com um determinado objetivo económico-social (inserção numa estratégia de redimensionamento e desenvolvimento empresarial de médio e longo prazo, com efeitos positivos na estrutura produtiva), o que preenche as características de um benefício fiscal (Freitas Pereira, 2010: 426).

Para outros, como Lobo (2006), Câmara (2007) e Teixeira (2009) a transmissibilidade dos prejuízos fiscais é considerada como um facto inerente ao próprio sistema de neutralidade, sendo encarada não como um benefício fiscal, mas como uma norma anti-abuso.

(...) não é um benefício fiscal, mas um regime estruturante inerente ao próprio funcionamento desse imposto, devendo ser encarada a autorização prevista no seu n.º 1 como uma norma anti-abuso, de carácter geral (Lobo, 2006: 35).

Independentemente destas posições, podemos depreender que o transporte dos prejuízos corporiza uma tentativa do legislador fiscal no sentido de alcançar o máximo de neutralidade possível na tributação intemporal de uma determinada atividade. De acordo com Câmara (2007: 173):

Numa situação de continuidade e de transmissão total de direitos e obrigações e de todas as consequências fiscais (*e.g.* mais-valias, menos-valias, perdas, ganhos, etc.) não podem deixar de se transportar “os prejuízos” para as novas entidades.

Como já referimos, de acordo com o estipulado no artigo 75.º do CIRC, podemos concluir que os prejuízos fiscais das sociedades fundidas podem ser deduzidos aos lucros tributáveis da nova sociedade ou da sociedade incorporante, havendo-os, em um ou mais dos quatro exercícios posteriores. No entanto, esta dedução está condicionada à autorização do Ministro das Finanças<sup>92</sup>, mediante requerimento dos interessados, que deverão demonstrar que a fusão é realizada por razões económicas válidas, tais como a reestruturação ou racionalização das atividades das sociedades intervenientes, e se insere numa estratégia de redimensionamento e desenvolvimento empresarial de médio ou longo prazo. Sobre esta temática, Bilau (1995), salienta o seguinte:

A existência de prejuízos acumulados em alguma das sociedades que têm em vista a fusão, pode ser motivo suficiente para que durante o período negocial se opte pela fusão por incorporação e, paradoxalmente se confira a qualidade de sociedade incorporante à sociedade que vem acumulando prejuízos, pois, nesta solução, os prejuízos obtidos pela sociedade incorporante são reportáveis sem qualquer limitação. Ao contrário, na fusão por constituição de nova sociedade (...) os prejuízos acumulados no período anterior à fusão não poderiam, em caso algum, ser deduzidos na sociedade nova (ou incorporante) sem autorização do Ministro das Finanças. Ora perante esta diferença de tratamento, é lógico que as empresas pretendem evitar o risco de uma eventual falta de anuência do Ministro das Finanças e também os trâmites mais ou menos longos inerentes ao pedido de autorização. (Bilau, 1995, *apud* Fernandes, 2009: 20).

---

<sup>92</sup> De acordo com o direito comunitário, este regime de transmissibilidade de prejuízos fiscais não tem necessariamente de existir, encontrando-se dependente do regime fiscal de cada país. O que a legislação comunitária exige é apenas que, existindo esse regime para operações internas, deve, nas mesmas condições, ser aplicável às operações transfronteiriças.



Todavia a prática descrita anteriormente, poderá ser travada. Existem disposições anti-abuso que devem ser acionadas perante este tipo de atuação. Como já tivemos oportunidade de referir, quando delineamos o âmbito de aplicação do RNF, as autoridades fiscais portuguesas podem recusar a aplicação do regime especial, – e consequentemente, não haverá lugar a dedução dos prejuízos fiscais – sempre que conclua que as operações em causa tiveram como principal objetivo ou como um dos principais objetivos a evasão fiscal.

Não obstante, em “situações normais” o prazo previsto para pedir autorização à DGCI para poder deduzir os prejuízos fiscais encontra-se previsto no n.º 1 do artigo 75.º do CIRC. O pedido deve ser feito até ao fim do mês seguinte ao do pedido do registo da fusão na Conservatória do Registo Comercial, conforme o disposto no preceito anterior.

Quando é concedida a autorização para a dedução dos prejuízos fiscais, conforme se dispõe no n.º 4 do artigo 75.º do CIRC, pode ser fixado no despacho de autorização um plano específico de dedução dos prejuízos fiscais<sup>93</sup>, que estabeleça o escalonamento da dedução durante o período em que a mesma pode ser efetuada, bem como os limites que não podem ser excedidos em cada período de tributação.

De acordo com a Circular n.º 7/2005, de 16 de maio, da DGCI, havendo acréscimo de lucro tributável nos quatro anos após a operação, os prejuízos fiscais apurados pelas sociedades fundidas podem ser dedutíveis até à concorrência desse lucro tributável, tendo como limite, em cada exercício, o montante do lucro tributável da sociedade incorporante, correspondente à proporção entre o valor do património líquido da sociedade fundida e o valor do património líquido de todas as sociedades envolvidas na operação, determinados com base no último balanço anterior à fusão.

Se a sociedade incorporante apurar prejuízos fiscais nos quatro exercícios posteriores à realização da operação de fusão, não deduz qualquer montante relativamente aos prejuízos fiscais da incorporada. Decorridos estes quatro anos, a sociedade incorporante perde o direito à dedução dos prejuízos fiscais. Assim os prejuízos fiscais da sociedade incorporada só podem ser deduzidos quando a sociedade incorporante apresenta lucro tributável. Passados os quatro anos, a sociedade incorporante perde o direito à dedução dos prejuízos fiscais das sociedades fundidas tendo estes sido deduzidos ou não. De notar que, nas situações em que existem prejuízos de vários exercícios da incorporante e das sociedades fundidas, de acordo com o disposto no n.º 1 do artigo 52.º do CIRC, deduzem-se os prejuízos por ordem de antiguidade.

Quando se trata de uma fusão por constituição de uma nova sociedade, a dedução dos prejuízos fiscais não pode ultrapassar o acréscimo do lucro tributável da nova sociedade relativamente ao resultado da soma dos lucros tributáveis apurados pelas demais sociedades fundidas, com exceção da sociedade transmitente dos prejuízos, no exercício anterior ao da fusão, tendo como limite, em cada exercício, o montante do lucro tributável da nova sociedade, correspondente à proporção entre o valor

---

93 Para mais informações sobre o plano específico de deduções, ver processo n.º 534/2002 – com despacho concordante do SEAF, em 14 de Março (informação vinculativa da DGCI).

do património líquido da sociedade fundida e o valor do património líquido de todas as sociedades envolvidas na operação, determinados com base no último balanço anterior à fusão.

Com esta análise sobre o tratamento dos prejuízos fiscais das sociedades incorporadas, terminamos o nosso estudo sobre a tributação das operações de fusão em sede de imposto sobre o rendimento dentro do RNF. No ponto seguinte iremos confrontar o regime geral como RNF de forma a acentuar as diferenças entre ambos.

### **3.2.3. Regime geral versus regime de neutralidade fiscal**

Como tivemos oportunidade de referir nos pontos anteriores, os códigos dos impostos sobre o rendimento, em particular o CIRC, prescrevem regras gerais e especiais para a tributação das operações de reestruturação, onde se encontram abrangidas as operações de fusão, que se encontram ao dispor, em alternativa, dos agentes. Com efeito, caso as entidades optem pela aplicação do regime especial devem comunicá-lo à Direcção-Geral de Impostos na declaração anual de informação contabilística e fiscal relativa ao período de tributação em que a operação é realizada (cf. o n.º 1 do artigo 78.º do CIRC).

Quando não é adotado o regime especial, as operações são abrangidas pelo regime geral, em que concorrem para a determinação do lucro tributável as mais-valias e outros resultados apurados na operação de transferência dos elementos patrimoniais ativos e passivos para a sociedade beneficiária, como tivemos oportunidade de analisar nos pontos anteriores.

A aplicação do RNF está sujeita a várias exigências, pelo que haverão sempre operações de fusão que serão realizadas de acordo com o regime regra. No entanto, Freitas Pereira (2010: 426) afirma que, “não se pode concluir *a priori* que o RNF é sempre mais favorável que o regime geral pois tudo depende das circunstâncias em concreto da operação e da situação quer das sociedades envolvidas quer dos respetivos sócios”.

(...) numa fusão por incorporação se a sociedade fundida tiver prejuízos fiscais reportáveis que, aplicando-se o regime geral de valorização dos ativos transferidos a preço de mercado e de anulação de ajustamentos, perdas por imparidade e outras correções de valor assim como de provisões, cobrem o lucro tributável gerado pela aplicação desse regime geral, pode não ser vantajoso optar pelo regime de neutralidade fiscal em que os ativos transferidos conservam o mesmo valor para efeitos fiscais e as depreciações e amortizações incidem sobre esse valor de acordo com o regime que vinha sendo seguido na sociedade originária, não se podendo também aplicar o regime dos bens em estado de uso (Freitas Pereira, 2010: 426).

Câmara (2007) é da mesma opinião ao afirmar que, mesmo que as sociedades envolvidas num processo de fusão estejam em condições de aplicar o RNF, podem existir casos em que estas não têm objeções a que se considerem mais-valias ou ganhos (a sociedade contribuidora tem prejuízos reportados que lhe permite absorver esses ganhos ou, a sociedade beneficiária pensa voltar a alienar os ativos a médio prazo e quer atualizar o valor-base contabilístico dos ativos) ou menos-valias ou perdas podem significar alguma poupança fiscal, uma vez que poderão vir a absorver resultados nesse e nos exercícios futuros.

Apesar da tributação das reservas ocultas num negócio que pode não envolver a atribuição de qualquer importância em dinheiro implicar apreensões naturais, a realização e o reconhecimento das menos-valias e /ou perdas pode ser vantajosa tanto em termos comerciais e financeiros como fiscais (Câmara, 2007:172).

Com efeito, o supracitado autor conclui que, apesar do RNF ser, na generalidade dos casos favorável às operações de fusão, existem muitos casos, sobretudo em períodos de crise, em que os agentes económicos optam pelo regime geral, com o objetivo de tirar partido, principalmente em termos fiscais, das perdas ocultas que se reconhecem pelo registo dos ativos transmitidos abaixo do custo de aquisição<sup>94</sup>.

Parece-nos desta forma que a opção pelo RNF, ainda que na generalidade dos casos seja vantajosa, deve ser ponderada tendo em conta os objetivos das sociedades envolvidas nas operações de fusão.

### **3.3. Imposto sobre o valor acrescentado (IVA)**

Como tivemos oportunidade de referir anteriormente, os impostos não devem entravar a realização das operações de reestruturação quando estas tenham como justificação motivos económicos válidos. A tributação em sede de IVA vai de encontro a esta perspetiva, ou seja, estas operações de fusão, mediante a verificação de algumas condições, são isentas de IVA.

Nas operações de fusão, no caso das sociedades envolvidas serem sujeitos passivos integrais, não resultaria qualquer arrecadação de imposto em benefício do Estado, uma vez que, decorrente da natureza do IVA, o imposto a liquidar pela sociedade contribuidora seria idêntico ao que a sociedade beneficiária teria direito a deduzir, para além de que esta “sujeição obrigaria a um acrescido esforço financeiro por parte da sociedade resultante da fusão” (Fernandes, 2009: 21).

Assim, com base nos argumentos descritos, prescreve o n.º 4 do artigo 3.º do Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado (doravante CIVA), “não são consideradas transmissões as cessões a título oneroso ou gratuito do estabelecimento comercial, da totalidade de um património ou de uma parte dele, que seja suscetível de constituir um ramo de atividade independente, quando, em qualquer dos casos, o adquirente seja, ou venha a ser, pelo facto da aquisição, um sujeito passivo do imposto”.

De acordo com (Silva, 2011: 60):

O regime exposto configura-se como uma delimitação negativa da incidência relativamente a operações de grande complexidade, traduzindo-se numa medida de simplificação administrativa, justificável pelo facto de se verificar a sucessão no exercício da atividade objeto de transferência e por outro lado, por a tributação desta transmissão ser irrelevante ao nível da economia do imposto (considerando que o imposto liquidado pelo transmitente seria de seguida deduzido pelo adquirente), evitando-se assim deste modo um pré-financiamento por parte do cessionário. Em última instância, esta exclusão de tributação visa a não criação de obstáculos à realização de operações económicas, de dimensão significativa, comuns na atividade comercial, como seja o trespasse do estabelecimento comercial, a cisão, fusão ou transferência de sociedades.

---

<sup>94</sup> Assumindo que o valor de mercado desses bens é, nessa data, precisamente inferior ao custo de aquisição. Uma vez que o objetivo da Diretiva n.º 90/434/CE é remover os obstáculos fiscais na realização destas operações tem-se entendido que as menos-valias ou perdas resultantes das operações podem ser reconhecidas (Câmara, 2007: 173).

Ao contrário do que acontece na tributação em sede de IRC em que existe um regime geral e um regime especial que podem ser escolhidos, pelos sujeitos passivos, na tributação em sede de IVA todas as operações de reestruturação são isentas de IVA, desde que o adquirente seja, ou venha a ser, pelo facto da aquisição, um sujeito passivo do imposto. Conforme o disposto no n.º 5 do artigo 4.º do CIVA, o mesmo é aplicável em idênticas condições às prestações de serviços.

No entanto, como forma de evitar distorções de concorrência que advenham do facto da sociedade adquirente não estar totalmente sujeita a imposto, o n.º 5 do artigo 3.º do CIVA dispõe que a administração fiscal deve adotar as medidas regulamentares adequadas, nomeadamente a limitação do direito à dedução, quando o adquirente não seja um sujeito passivo que pratique exclusivamente operações tributadas. O mesmo aplica-se às prestações de serviços conforme o n.º 5 do artigo 4.º do CIVA.

### **3.4. Imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis (IMT) e Imposto de selo (IS)**

A transmissão de bens imóveis por via de fusão ou cisão está sujeita ao Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis (IMT), conforme o estipulado na alínea g) do n.º 5 do artigo 2.º do Código do IMT.

De acordo com a 13ª regra, ponto 13 do n.º 4 do artigo 12.º do Código do IMT, o imposto deve incidir sobre o valor patrimonial tributário de todos os imóveis das sociedades ou dos fundos de investimento objeto de fusão ou cisão que se transfiram para o ativo das sociedades ou dos fundos de investimento que resultarem da fusão ou cisão, ou sobre o valor por que esses bens entrarem para o ativo das sociedades ou dos fundos de investimento, se for superior. Estipula a alínea c) do n.º 1 do artigo 17.º do CIMT que a taxa de tributação para prédios rústicos é de 5% e que, conforme a alínea d) do mesmo número, para prédios urbanos e outras aquisições onerosas é de 6,5%.

As operações de fusão estão também sujeitas a Imposto de Selo (IS). Este tipo de operação implica a realização de vários atos notariais como escrituras, registos, procurações que, de acordo com o n.º 1 do artigo 1.º do Código do Imposto de Selo (CIS) estão sujeitos a imposto do selo às taxas previstas no ponto 15 da tabela geral. Também as transmissões de imóveis se encontram sujeitas a este imposto de acordo com o n.º 4 do mesmo artigo com uma taxa de 0,8% (ponto 1.1. da tabela geral) sobre a mesma base utilizada para o IMT (cf. o artigo 13.º do CIS).

Não obstante o estatuto dos benefícios fiscais contempla um regime de isenção para empresas que procederem a atos de concentração, onde se enquadram as fusões. No ponto seguinte iremos analisar o artigo 60.º do EBF onde são introduzidos estes benefícios fiscais.

### **3.5. Benefícios Fiscais**

O artigo 60.º do EBF introduz alguns benefícios fiscais decorrentes da reorganização de empresas em resultado de atos de concentração ou de acordos de cooperação.

Dado que as fusões são operações de concentração, encontram-se abrangidas no âmbito deste preceito, aplicando-se assim os benefícios previstos para as empresas que exerçam diretamente e a título principal, uma atividade económica de natureza agrícola, comercial, industrial ou de prestação de serviços e que se reorganizem, em resultado de atos de concentração ou acordos de cooperação.

São três os benefícios introduzidos pelo n.º 1 do artigo 60.º do EBF para estas operações. São eles:

- Isenção de IMT, relativamente aos imóveis, não destinados a habitação, necessários à concentração ou à cooperação;
- Isenção de IS, relativamente à transmissão dos imóveis referidos na alínea a), ou à constituição, aumento de capital ou do ativo de uma sociedade de capitais necessários à concentração ou à cooperação;
- Isenção dos emolumentos e de outros encargos legais que se mostrem devidos pela prática dos atos inseridos nos processos de concentração ou de cooperação.

Nos termos do n.º 5 do mesmo artigo, só poderão, todavia, ser concedidos estes benefícios se a operação de concentração ou cooperação empresarial não prejudicar, de forma significativa, a existência de um grau desejável de concorrência no mercado e tenha efeitos positivos em termos do reforço da competitividade das empresas ou da respetiva estrutura produtiva. Para além disso, as sociedades envolvidas na operação de concentração devem exercer a mesma atividade ou atividades económicas integradas na mesma cadeia de produção e distribuição do produto, compartilhar canais de comercialização ou processos produtivos ou, ainda revelarem uma manifesta similitude ou complementaridade entre os processos produtivos ou canais de distribuição utilizados.

A aplicabilidade destes benefícios fica dependente da aprovação do Ministro da Tutela, mediante requerimento das empresas interessadas, enviado preferencialmente através da *Internet*, à Direção-geral, acompanhado de estudo demonstrativo das vantagens e dos elementos comprovativos que decorrerão dos benefícios mencionados (cf. o n.º 6 do artigo 60.º do EBF).

Os requerimentos a apresentar pelos interessados, devem ainda, nos termos do n.º 8 do artigo supracitado, ser acompanhados de parecer sobre a substância da operação de reorganização empresarial emitido pelo Ministério da Tutela da atividade da empresa, no prazo máximo de 10 dias, a contar da entrega dos elementos e documentos referidos anteriormente.

### **3.6. Conclusões**

Vimos nos pontos anteriores que, no plano fiscal as fusões podem ter diferentes implicações quer para as sociedades, quer para os seus sócios e em domínios que vão dos impostos sobre o rendimento (seja em sede de mais-valias ou menos-valias e de perdas ou ganhos seja em relação aos prejuízos fiscais e à sua possibilidade de transmissão e reporte), aos impostos sobre o património (IMT e IS) e mesmo sobre o consumo (IVA).

Regra geral, com as transmissões que ocorrem neste tipo de operação geram resultados que são suscetíveis de tributação. No entanto, e com a finalidade de eliminar os obstáculos ao funcionamento do mercado interno e de promover o crescimento das empresas europeias e o aumento da sua produtividade e rentabilidade, foi aprovada a já citada Diretiva n.º 90/434/CEE do Conselho, recentemente modificada pela Diretiva n.º 2005/19/CE, com o objetivo de criar um regime fiscal neutro no contexto europeu. Estas regras foram transpostas para os códigos dos impostos sobre o rendimento (sobretudo para o CIRC).

Tivemos oportunidade de verificar no nosso estudo que, de acordo com este regime de neutralidade, nas operações de fusão, desde que os elementos patrimoniais, sejam valorizados para efeitos fiscais, na sociedade beneficiária, pelos mesmos valores por que estavam registados nas sociedades de origem e esta sociedade garanta que lhes dá para todos os efeitos o mesmo tratamento que tinham nas sociedades fundidas não há lugar a apuramento de resultados nestas últimas em consequência da transferência desses elementos ou da anulação de ajustamentos, perdas por imparidade e outras correções de valor assim como de provisões. Por sua vez, em relação aos prejuízos fiscais reportáveis, vimos também que, ao abrigo do RNF, desde que autorizados pelo Ministro das Finanças, podem ser transferidos para a sociedade incorporante, ou para a nova sociedade nos casos de fusão por constituição de nova sociedade. Quanto aos sócios das sociedades fundidas, tivemos também oportunidade de concluir que, observadas as condições de neutralidade acima referidas, existe, da mesma forma, um diferimento da tributação, não havendo lugar a tributação se as novas participações sociais forem valorizadas, para efeitos fiscais, pelo valor das antigas.

Vimos que quando não é adotado o RNF as operações são tributadas de acordo com o regime geral. De acordo com este regime são apurados os resultados ao nível da sociedade fundida, em consequência da transferência de elementos patrimoniais dessa sociedade para a sociedade beneficiária, tendo em conta o valor de mercado desses elementos, e bem assim em resultado da anulação de ajustamentos, perdas por imparidade e outras correções de valor, assim como de provisões. Além disso, os prejuízos fiscais reportáveis das sociedades fundidas que se extinguem em consequência da fusão, ao contrário do que acontece no RNF, não podem ser transferidos para a sociedade beneficiária. Em contrapartida, na sociedade beneficiária os ativos são valorizados para efeitos fiscais ao valor de mercado, que funciona para todos os efeitos, como valor de aquisição, podendo os elementos do ativo fixo transferidos ser depreciados, sendo caso disso, como bens adquiridos em estado de uso. Ao nível dos sócios, pode haver lugar a tributação dos sócios da sociedade contribuidora em consequência da troca de participações sociais ou da receção de novas participações sociais a acrescer às anteriormente detidas.

Convém ainda salientar que, a propósito da realização destas operações num contexto de neutralidade, o legislador nacional procurou ir mais longe, adotando regras que asseguram a continuidade empresarial sem embates tributários em outros domínios não harmonizados, criando possíveis isenções, nomeadamente em sede de IMT, IS e emolumentos notariais. Também em sede de

IVA não há lugar a tributação de acordo com o artigo 3.º, n.º 4, do CIVA.





# CAPÍTULO 3 – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E RELAÇÕES DE TROCA

## 1. Introdução

Como tivemos oportunidade de referir no capítulo anterior, de acordo com o CSC, as fusões podem realizar-se mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra ou mediante a constituição de uma nova sociedade. Com a inscrição do processo de fusão no registo comercial extinguem-se as sociedades incorporadas, ou no caso de constituição de nova sociedade, todas as sociedades fundidas, transmitindo-se os seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade. Com efeito os sócios das sociedades extintas tornam-se sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade passando a existir um património único e um único conjunto de sócios.

Neste quadrante, para que esta transmissão ocorra é necessário que se calcule o valor real das empresas envolvidas na operação. No contexto da nossa investigação é pertinente associar este valor real ao justo valor conforme estipulam as normas de contabilidade que prescrevem o tratamento das CAE.

Atualmente tanto a NCRF 14 como a IFRS 3 (normas que prescrevem o tratamento das CAE, onde se incluem as fusões de empresas) o critério adequado para a avaliação das sociedades intervenientes numa operação de fusão é o justo valor dos seus ativos e passivos, incluindo o eventual *goodwill*. A Estrutura Conceptual (EC) do SNC define, no seu § 98, justo valor como a quantia pela qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso, numa transação em que não exista relacionamento entre elas. Como podemos constatar apenas pela análise da definição apresentada pelo SNC a determinação do justo valor envolve um elevado grau de subjetividade<sup>95</sup>.

Neste sentido a transmissão do património nas operações de fusão é bem mais complexa do que parece, uma vez que está associada à correta avaliação das entidades envolvidas. A determinação do justo valor das entidades permitirá definir a relação de troca de participações sociais. Esta relação deverá indicar a percentagem da participação dos atuais sócios das empresas que se fundem no capital da sociedade beneficiária (Czerwonka, 2011).

---

<sup>95</sup> A questão do justo valor tem sido muito discutida na atualidade. Os críticos do justo valor como Pinto (2013), Richard (2004), O'Brian (2005), Francis (1990), Jermakowicz e Gornik-Tomaszewski (2006), entre muitos outros consideram que esta forma de mensuração contribuiu, de forma significativa, para a crise financeira e exacerbou as suas consequências, nomeadamente nas demonstrações financeiras dos bancos. Este autores consideram que o fenómeno de harmonização contabilista ao qual está associado o justo valor, está na verdade ligado às preocupações de empresas multinacionais, particularmente vocacionadas para as bolsas de valores, em que é importante ter uma informação que permita dar aos potenciais investidores uma imagem mais adequada do património e melhorar a imagem dos resultados. Concluindo que o justo valor é um risco, pela facilitação que dele decorre da manipulação da informação contabilística, em função dos interesses particulares e porventura inconfessáveis de certos destinatários. Pelo contrário, os defensores do justo valor, entre eles Landsman (2007), Barth *et al.* (1995), Eccher *et al.* (1996), Nelson (1996), entre muito outros, argumentam que a adoção desta forma de mensuração apenas permitiu refletir adequadamente a realidade, proporcionando, desta forma, informação atempada e mais transparente afirmando que a mensuração dos ativos e passivos pelo custo torna-se irrelevante com o passar do tempo. De acordo com estes, o justo valor é uma forma de mensuração baseada no mercado, representando uma medida não enviesada, consistente de período para período e comparável entre entidades.

De acordo com Larson e Gonedes (1969) a relação de troca corresponde ao número de ações da entidade adquirente dado em troca de uma ação da entidade adquirida. Assim a correta relação de troca de participações sociais é aquela que garante que os sócios da(s) sociedade(s) fundida(s), participam no capital da sociedade beneficiária de forma a manterem o valor da participação que tinham na(s) sociedade(s) fundida(s)<sup>96</sup>.

Conn e Nielson (1977) da mesma forma, afirmam que as estas relações devem ser determinadas tendo em conta o justo valor das entidades intervenientes, surgindo aqui a necessidade da correta avaliação das empresas envolvidas na operação. De acordo com estes autores os sócios da empresa adquirente vão querer manter a relação o mais baixa possível, enquanto que os sócios da empresa adquirida vão querer que esse valor seja o mais alto possível. Todavia, depois da fusão, espera-se, que nenhum sócio da(s) sociedade(s) fundida(s) fique mais rico ou mais pobre. Todos devem ficar com participações sociais de valor correspondente às que tinham anteriormente à operação de reestruturação. Não obstante, é de extrema importância que se garanta que os sócios da sociedade incorporante fiquem depois da fusão, em termos de valor das suas participações sociais, numa posição idêntica à que tinham antes da operação.

Quando a fusão se realiza por constituição de nova sociedade, é constituída uma nova entidade para a qual são transferidos os patrimónios das sociedades intervenientes na operação. Esta nova sociedade atribui participações sociais aos sócios de cada sociedade fundida de acordo com o contributo de cada empresa. Neste contexto, Del Pozo (2010) *apud* Elias (2011: 50) alertam que:

(...) nestas situações, na determinação do capital social encontra-se implícito o princípio da continuidade das participações sociais, pelo que este capital social deve ser determinado com base na relação de troca, mas sempre com observância de outro requisito adicional que restringe a liberdade de configurar a estrutura de capital: o da integridade de liberação de capital social. Este requisito impõe que o património transferido seja pelo menos igual ao capital da nova sociedade ou ao aumento de capital da incorporada, conforme os casos.

Assim constatamos, que no caso da fusão por incorporação, o fundamento é o mesmo, no entanto torna-se necessário o aumento do capital social da sociedade incorporante de forma a remunerar os acionistas da entidade incorporada<sup>97</sup>. Em termos gerais a relação de troca numa fusão por incorporação é dada por:

$$\text{Relação de troca} = \frac{\text{Justo valor do capital da sociedade incorporante}}{\text{Justo valor do capital da (s) sociedade(s) incorporada (s)}}$$

Neste contexto é imperioso que a base de qualquer relação de troca esteja uma correta avaliação das empresas envolvidas. Contudo, convém salientar que existem diversos métodos de

<sup>96</sup> Convém neste ponto relembrar que de acordo com o artigo n.º 5 do artigo 97.º podem ser atribuídas aos sócios da sociedade incorporada ou das outras sociedades fundidas quantias em dinheiro que não excedam 10% do valor nominal das participações que lhe foram atribuídas. Para mais desenvolvimentos, ver ponto 1.2., Capítulo 2, Parte I.

<sup>97</sup> Excepto nos casos em que a sociedade incorporante detém participações sociais próprias de valor suficiente para cobrir o montante do património incorporado que possa livremente utilizar. E no caso de fusões em que a entidade incorporada é detida pela sociedade incorporante a 100%. A este tipo de fusão, em que as entidades estão sob controlo comum, não se aplica a NCRF14/IFRS 3, pelo que como referimos no capítulo anterior, não há a necessidade de transferência do património da sociedade incorporada ao justo valor podendo, desta forma, ser transmitido ao custo histórico.

avaliação de empresas. Tendo em conta a situação de cada empresa e o sector em que se insere, os gestores devem utilizar os métodos de avaliação que permitam refletir mais fielmente o justo valor das empresas em análise.

Dada a subjetividade inerente à correta determinação do justo valor das empresas, podemos concluir que podem ser usados diversos métodos de avaliação para esse fim. Contudo a Diretriz de Revisão e Auditoria (DRA) 842, na tentativa de resolver este problema esclarece nos parágrafos 15 e 16 que:

Na avaliação das sociedades devem ser usados os métodos que reflitam as práticas correntes mais recentes, designadamente as que se baseiam no desconto dos futuros fluxos de caixa (...). Também será de aceitar que o processo de avaliação inclua a combinação de vários métodos. O uso de simulações e de análises de sensibilidade aos pressupostos usados facilitará o julgamento do revisor quanto à avaliação final.

Assim, constatamos que, quando aplicável, é dada especial preferência aos métodos que se baseiam no desconto de fluxos de caixa futuros aplicados aos diversos elementos das empresas, o que nada impede que possam ser usados outros métodos de avaliação. Ou seja, parece-nos que, independentemente do método utilizado, o mais importante é que seja feita uma avaliação que reflita a verdadeira situação da empresa.

Existem diversos tipos de empresas com infinitas características e peculiaridades que seria impossível definir qual o melhor método de avaliação em geral, pois a escolha do método depende de caso em concreto. Todavia, apesar de haver esta liberdade de escolha os gestores e/ou revisores devem explicitamente justificar a sua escolha. De acordo com o parágrafo 19 da DRA 842:

Com base na avaliação efetuada, os órgãos de gestão descrevem os métodos adotados na determinação da relação de troca das participações sociais, a justificação da sua escolha e as quantias que resultam da sua aplicação, aspetos estes que devem constar especificamente no projeto de fusão.

Dada a importância da correta avaliação de empresas na determinação das relações de troca mais justas, decidimos reservar a grande parte deste capítulo à análise de alguns dos métodos de avaliação de empresas mais frequentemente apontados na literatura e também mais utilizados na prática das empresas.

## **2. Métodos de avaliação de empresas**

A avaliação de empresas e negócios “consiste no processo usado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica” (Neves, 2007: 3). Esta mensuração considera diversos pressupostos e hipóteses, o contexto em que a avaliação é realizada e os fatores envolvidos, como o mercado no qual a empresa atua e as expectativas de resultados futuros (Endler, 2004).

De acordo com Mota *et al.* (2004: 251) o valor de uma empresa depende de inúmeros fatores. “[u]ns de carácter objetivo e conjuntural, outros de carácter totalmente subjetivo. De entre as variáveis objetivas, destacam-se, por exemplo, o preço das ações (valor de mercado) e o próprio património das

empresas, enquanto que, as variáveis subjetivas costumam remeter para valores relacionados com os intangíveis, como o valor da marca da empresa, o seu poder de mercado ou informações e tecnologia que possa deter.

A utilização dos modelos de avaliação existentes é uma das formas de determinar o valor das empresas. Existem inúmeros métodos de avaliação de empresas. Todavia, existem alguns mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, revelam-se mais adequados de acordo com a qualidade das informações disponíveis e as circunstâncias da avaliação.

De acordo com Domingos Ferreira (2002b) a difícil tarefa de avaliar uma empresa pode ser alcançada utilizando os métodos de avaliação existentes em conjunto ou separadamente, no entanto, nenhum método isolado pode ser considerado correto, inquestionável ou exato.

Nesta parte da nossa análise, propomo-nos a analisar alguns dos principais métodos utilizados pelos analistas financeiros na avaliação de empresas. Começaremos por introduzir, muito resumidamente, o valor contabilístico histórico e ajustado, o valor de mercado, os modelos baseados no *goodwill*, e a avaliação por múltiplos. Seguidamente, discutiremos com maior profundidade o método de avaliação através do desconto dos fluxos de caixa, método este consagrado pela literatura como aquele que tecnicamente é o mais adequado. Terminaremos esta análise dos métodos de avaliação de empresas com uma pequena análise das opções reais, dado que constituem um avanço em relação ao modelo dos fluxos de caixa descontados.

Antes de avançarmos, convém ressaltar que os métodos apresentados não são substitutos uns dos outros, mas complementares entre si, pois cada um deles atende a determinados objetivos, devendo o analista, sempre que possível, utilizá-los em conjunto e não isoladamente.

## **2.1. Valor contabilístico ou histórico**

O valor histórico refere-se ao valor pelo qual o património está reconhecido nas demonstrações financeiras.

Segundo os objetivos da contabilidade, as demonstrações financeiras devem apresentar de forma verdadeira e apropriada, todos os aspetos materialmente relevantes, a posição financeira, o resultado das operações e os fluxos de caixa da empresa, com referência a uma data e a um período de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites.

O balanço e a demonstração dos resultados são os documentos de síntese mais importantes e que melhor refletem a situação de uma empresa; é sobre estes que incide uma boa parte do esforço de avaliação, o que é compreensível uma vez que estes documentos refletem a verdadeira situação patrimonial de empresa e formação dos lucros (Bastardo e Gomes, 1990: 64).

O balanço reflete a situação patrimonial de uma empresa, quer qualitativamente através da desagregação das suas rubricas em bens, direitos e obrigações, quer quantitativamente utilizando uma unidade de valor – a moeda – para medir cada uma das suas rubricas.

De acordo com Ferreira (2008) o valor contabilístico de uma empresa pode calcular-se por

duas óticas alternativas. Pela primeira ótica, o valor da empresa para os sócios é dado pelo excedente dos valores dos elementos patrimoniais ativos sobre o dos passivos.

$$VP_2 = \sum A - \sum P$$

onde:

$VP_2$	Valor contabilístico;
$\sum A$	Valor dos bens e direitos a receber pela empresa segundo a contabilidade;
$\sum B$	Valor das obrigações a pagar pela empresa segundo a contabilidade.

Pela segunda forma, toma-se o capital próprio ou situação líquida da empresa, o que corresponde a adicionar as parcelas da expressão abstrata do património, ou seja:

$$VP_2 = VP_1 + R + RL$$

onde:

$VP_2$	Valor contabilístico
$VP_1$	Valor do capital nominal;
$R$	Capital adquirido em anos anteriores;
$RL$	Resultado líquido.

O resultado líquido é capital formado no próprio exercício. Os capitais adquiridos em anos anteriores – as reservas e os resultados transitados – traduzem a variação do valor contabilístico da empresa no tempo, desde a respetiva criação. No momento de constituição da empresa, o valor contabilístico incide com o valor do capital nominal, se a emissão tiver sido ao par.

De entre os modelos de avaliação de empresas, o valor contabilístico, é dos mais simples de ser utilizado pois parte de dados históricos apresentados no balanço das empresas. Contudo, de acordo com Domingos Ferreira (2002: 105) “são evidentes as suas limitações dado que os documentos contabilísticos que suportam este valor, são na maioria dos casos, elaborados tendo em conta os critérios fiscais em vez dos critérios económicos”. Neves (2007) é da mesma opinião ao afirmar que os métodos de avaliação baseados em critérios contabilísticos são inadequados para avaliar empresas porque os ativos estão avaliados ao custo histórico. O autor argumenta ainda que este método está sujeito aos princípios de contabilidade geralmente aceites e à interpretação mais ou menos agressiva que deles pode ser feita, concluindo que o valor contabilístico está longe dos valores de mercado, embora se possam a partir dele fazer ajustamentos justificados pela inflação, pela usura ou pela obsolescência.

Além disso, existem fatores que afetam o valor da empresa que não aparecem nas

demonstrações financeiras, entre os quais, os ativos intangíveis gerados internamente, o posicionamento no mercado, a qualidade dos recursos humanos ou os problemas e vantagens organizacionais. Sobre esta problemática, Ferreira (2008: 39) constata que:

Aspetos económicos ou tecnológicos, como a inflação e a obsolescência dos elementos patrimoniais também não são convenientemente captados pelo modelo contabilístico patrimonial porque o valor contabilístico tem repousado essencialmente no custo histórico como fonte de valor. Ele não reflete as variações no valor da empresa causadas pela inflação e, além disso, quando há ajustamentos ao custo histórico, a desvalorização é permitida, mas não as reavaliações, em geral. Daí que o valor contabilístico seja visto como uma estimativa conservadora do valor das empresas.

Em função destas limitações o método do valor contabilístico é apenas usado em casos específicos, como liquidação judicial ou venda de ativos não operacionais, podendo ainda ser usado quando o valor contabilístico não diverge significativamente do valor de mercado, e a empresa não tem um goodwill gerado internamente significativo.

Através das razões apresentadas, Ferreira (2008) conclui que o valor contabilístico deve ser ajustado quando se procede à avaliação de uma empresa, de modo a atualizar os elementos do balanço com vista a que se assumam valores, expressos em moeda, que indiquem que a capacidade operacional geral (produtiva e outras) em termos reais. Neste sentido, no ponto seguinte abordamos o método de avaliação com base no valor contabilístico ajustado.

## **2.2. Valor do património líquido ou contabilístico ajustado**

De forma a contornar os inconvenientes que decorrem de uma análise exclusiva do custo histórico, pode ser usado o valor contabilístico ajustado. Este método reflete mais fielmente a realidade, dado que consiste numa valoração do conjunto de bens que integram o ativo e passivo da empresa, no sentido de aproximar o valor a que estão representados nas demonstrações financeiras ao seu justo valor.

As correções e ajustamentos são justificados por práticas contabilísticas e fiscais que conduzem ao afastamento dos valores económicos. As variações monetárias também podem influenciar na discrepância entre o valor a que os elementos se encontram valorados nas contas e o seu valor real (Domingos Ferreira, 2002b: 105). Assim de acordo com este método o valor da empresa é dado pelo valor ajustado dos ativos menos o valor ajustado dos passivos<sup>98</sup>. Um aspeto importante na determinação do valor do património líquido é que devem ser consideradas as situações que embora não inscritas nas contas podem conduzir a variações no valor da empresa, em particular as responsabilidades contingentes, não escrituradas, mas que se podem tornar exigíveis.

O foco temporal deste modelo é o passado, com alguns ajustes para o presente. Apesar de apresentar alguma utilidade como um ponto de partida da avaliação e, possivelmente, como um valor de referência, não nos parece razoável utilizá-lo como decisivo e definitivo para a definição de valor da entidade, dado que não considera as expectativas sobre o desempenho futuro da empresa e todos os

---

<sup>98</sup> No caso dos passivos estes devem se ajustados de acordo com as condições de crédito e taxas de juro.

ativos intangíveis que não são reconhecidos nas demonstrações financeiras são excluídos, a não ser que tenham um valor de mercado e possam por isso ser vendidos<sup>99</sup> (Gonçalves da Silva, 1977).

Outras limitações têm sido apontadas a este modelo, como a dificuldade de fazer, com qualidade, os ajustes de todos os itens do balanço. Lemme (2004: 120) refere ainda que o ajuste de valor de cada item individualmente “pode não refletir a sinergia entre eles ou a eficiência na sua utilização” e que questões como inflação e obsolescência tecnológica podem não ter seus impactos adequadamente refletidos.

### 2.3. Valor de mercado

Este método consiste em estabelecer o valor da empresa a partir da soma dos valores de mercado dos seus títulos, tanto de dívida como de participação acionista. O aspeto positivo deste modelo é utilizar o mercado como referencia para a avaliação. Espera-se que, num mercado eficiente, o valor de mercado reflita a percepção e a expectativa do mercado em relação ao risco, bem como potencial de lucros e dividendos e outros valores intangíveis associados à empresa (Camargos e Barbosa, 2007). O seu foco temporal é o presente (cotação no mercado), contudo carrega uma avaliação do futuro, refletida na formação dos preços e cotações.

Dada a sua simplicidade, grande parte das operações de compra, venda e fusão de empresas aplicam este modelo de avaliação para determinar o valor da empresa, no entanto é restrito a empresas com títulos transacionados em mercados de razoável liquidez.

Pode ser útil como ponto de partida da avaliação e para a indicação de valores de referência para os resultados produzidos por outros métodos.

### 2.4. Modelos baseados no *goodwill*<sup>100</sup>

O método de avaliação assente na noção de *goodwill*, parte da premissa de que o valor da empresa é constituído por duas componentes: a visível, ou seja, o valor do património líquido ajustado e a invisível, o *goodwill*. A sociedade tende a reconhecer este valor invisível, surgindo daí a necessidade de incorporá-los nas análises de valor.

A definição de *goodwill* é ainda nublosa na literatura, sendo considerado por muitos estudiosos como o mais intangível dos intangíveis. De acordo com Domingos Ferreira (2002b: 108):

O conceito de *goodwill* é um dos mais controversos na economia da empresa desenvolvendo cada um dos autores a sua própria definição. Embora as definições apresentadas apresentem áreas comuns, também apresentam diferenças notáveis. O que parece resultar claro das definições é que o *goodwill* corresponde ao excedente do valor total da empresa sobre o valor substancial e tem subjacente a potencialidade de ganhos que acrescem ao valor do património no ato de avaliação de uma empresa. Está associado a elementos intangíveis específicos da empresa, que não são visíveis no balanço.

<sup>99</sup> Aqui incluem-se itens de elevada importância, como marcas, patentes, licenças, carteira de clientes, reputação no mercado.

<sup>100</sup> Devemos ter em atenção, que *goodwill* abordado neste contexto, difere daquele que tratamos na contabilidade, referindo-se muito mais a *goodwill* gerado internamente, podendo ser designado por *goodwill* financeiro.

Assim, de uma forma geral podemos concluir que o *goodwill* corresponde à capacidade da empresa gerar rendimentos a partir de elementos intangíveis não reconhecidos no balanço<sup>101</sup>. Neste sentido, Rodrigues (2003) tentou determinar os fatores que os compradores valoram na aquisição de participações sociais. Apesar de à partida ter intuitivamente considerado fulcral a importância das características dos ativos e passivos da sociedade adquirida, notou uma clara preferência pelas características comerciais, na perspectiva de que estas permitirão aos grupos atingirem mais rapidamente os objetivos de crescimento desejados<sup>102</sup>.

Neves (2007) também se pronunciou sobre esta temática, considerando que existem diversos fatores diferenciadores que contribuem para o *goodwill* das empresas, entre os quais, a carteira de clientes, a detenção de patentes, marcas (caso não sejam compradas), a localização, o prestígio, a capacidade de administração, a qualidade dos recursos humanos, a quota de mercado, as alianças estratégicas, enfim, uma infinidade de fatores que seria impossível enumerá-los a todos. Posto isto conclui-se que, apesar de não aparecerem discriminados no balanço das empresas, torna-se óbvia a sua importância na avaliação, dado que podem traduzir uma vantagem competitiva significativa para a empresa.

Não obstante, um dos principais inconvenientes da aplicação deste método de avaliação reside na dificuldade de estabelecimento do valor do *goodwill*, dado que não existe consenso entre autores na adoção de metodologias (Pereira, 2012).

Neste contexto, Neves (2007: 209-210) estabelece que o *goodwill* pode ser estimado por um dos seguintes métodos:

- Método aditivo: onde se avalia cada fonte do *goodwill*, tal como a marca e o *know-how* do pessoal e adiciona-se ao valor dos seus ativos líquidos de forma a obter o valor da empresa;
- Método subtrativo: onde o valor do *goodwill* é estimado pela diferença entre o valor de rendimento da empresa e o seu valor substancial;
- Método direto, onde o valor do *goodwill* é estimado como o valor atual dos resultados supranormais em relação à rentabilidade considerada adequada para os capitais investidos na empresa.

---

101 Como abordamos, na análise contabilística o *goodwill* gerado internamente não pode ser reconhecido. Este elemento apenas pode ser reconhecido quando adquirido numa concentração de atividades empresariais.

102 Para a análise destas características a autora socorreu-se de quarenta e nove variáveis que agregou numa primeira fase em seis grandes áreas. A primeira relacionada com as particulares características dos ativos e passivos da sociedade adquirida. Da segunda à quarta, agregou as áreas internas da sociedade adquirida que considerou relevantes para o seu estudo e que foram: comercial, tecnológica e recursos humanos. Acrescentou, como quinta, uma área externa à sociedade adquirida à qual designou por “Contexto externo”, e que agrega as principais características do enquadramento económico, social e político em que a sociedade adquirida se integra. A sexta atendeu às diferentes capacidades de negociação dos agentes envolvidos na compra (vendedores e compradores). Depois da recolha de informação direta com agentes habitualmente envolvidos nestas operações, Rodrigues (2003) concluiu que as características comerciais da adquirida é a variável considerada mais importante nessa decisão, seguindo-se por ordem decrescente de importância as características dos ativos e passivos da sociedade adquirida, as características da tecnologia e produtos da sociedade adquirida, as características de recursos humanos da sociedade adquirida, as características económicas, sociais e políticas do contexto em que se insere a sociedade adquirida e finalmente as capacidades de negociação das partes envolvidas no processo de aquisição.



Assim podemos concluir que, estes modelos baseados no *goodwill* utilizam uma abordagem mista: avaliam estaticamente os ativos de uma empresa e, por outro lado, procuram quantificar o valor que a empresa poderá gerar no futuro, através da valorização de aspetos intangíveis que não se encontram registados balanço. Todavia, a grande dificuldade deste modelo está associada a uma correta mensuração desses fatores.

## 2.5. Avaliação por múltiplos

Os múltiplos são instrumentos simples de avaliação que têm como objetivo principal determinar o valor de empresas através de uma comparação com outras semelhantes às quais o mercado atribui valores. Esta metodologia de avaliação está fundamentada na teoria económica, segundo a qual, ativos semelhantes devem ter preços semelhantes. De acordo com Ferreira (2008) os preços formados pelo jogo da oferta e da procura estão, em média, corretos mas podem cometer erros em cada avaliação individual. A comparação com base nos múltiplos permitirá identificar esses erros, que o mercado se encarregará, ele próprio, de corrigir ao longo do tempo.

De acordo com Kaplan e Ruback (1996), a escolha do múltiplo não é um processo claramente definido, sendo difícil determinar de forma clara qual o múltiplo mais apropriado para efeitos de comparação. Neste contexto, desde que seja adequado, podem ser utilizados uma infinidade de múltiplos para aferir o valor relativo de uma empresa, havendo a vantagem de que para setores específicos podem ser utilizados múltiplos específicos.

Goedhart *et al.* (2005) defendem existir algumas regras na definição do múltiplo mais adequado para base de comparação. Com efeito, o retorno sobre o capital investido deve ser semelhante entre as empresas, assim como as suas perspetivas de crescimento. Segundo o autor, os múltiplos utilizados devem ter uma visão prospetiva, afirmando que a inclusão de lucros esperados seria a melhor opção, todavia, se não for possível fazer previsões confiáveis, é imperativo usar os dados mais recentes possíveis.

Não obstante é amplamente conhecido o uso generalizado do *Price Earnings Ratio* (PER) e do *Enterprise-value/EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) como múltiplos para avaliação relativa de empresas (Fernandes, 2001).

O PER, dado pela relação entre preço por ação e lucro por ação, é dos métodos mais fáceis de usar. Mostra-se relevante uma vez que reflete o risco, a rentabilidade e o crescimento inerente à empresa. No entanto, baseia-se em dados históricos, não sendo aplicável quando a empresa apresenta prejuízos. A aplicação deste método torna-se difícil, também pelo facto das empresas utilizarem diferentes práticas contabilísticas. Neste sentido destaca-se a importância do *Enterprise-Value/EBITDA*<sup>103</sup>. Goedhart *et al.* (2005), consideram este múltiplo superior, dado que tem em conta a estrutura financeira da empresa por via do uso do seu valor económico, ao mesmo tempo que ignora as

---

<sup>103</sup> EBITDA é a sigla em inglês para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, que traduzindo literalmente para o português significa: lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações.

diferentes políticas fiscais e de depreciação (que frequentemente podem distorcer medidas baseadas no Resultado líquido como o PER) por via da utilização do EBITDA.

Damodaran (2002) destaca dois aspetos importantes para a avaliação relativa. Primeiro, de forma a garantir a consistência dos resultados, é necessário a conversão dos valores em múltiplos, ou seja é necessário haver uma padronização dos preços. Em segundo destaca a importância crucial de encontrar empresas similares, o que pode não ser uma tarefa fácil, dado que o sucesso de uma avaliação relativa fica assegurado quando as empresas têm em comum alguns itens como o produto, estrutura de capital, concorrência ou mercado, qualidade da gestão, níveis de risco, crescimento e fluxos de caixa. Assim, em determinados casos é difícil encontrar empresas que apresentem estas características. Domingos Ferreira (2002b: 130) apresenta a mesma reserva ao modelo, ao afirmar que:

É importante notar que é difícil encontrar empresas totalmente semelhantes, dado que não há empresas idênticas e, mesmo dentro de um setor, normalmente são diferentes em termos de dimensão, crescimento efetivo e esperado, risco, *cash flow* e políticas de dividendos.

Por outro lado, Cornell (1994) apresenta também reservas à escolha de uma empresa semelhante, mas numa diferente perspetiva. De acordo com este autor a definição de empresa comparável é nebulosa, afirmando que, existe uma certa subjetividade na escolha de uma empresa comparável o que pode permitir manipulações na construção de índices comparáveis. O autor defende que a escolha de um determinado múltiplo e empresas comparáveis pode ser intencional de forma a obter o valor que se deseja para a avaliação da empresa.

Não obstante, o uso da avaliação relativa é generalizado dada a sua “simplicidade e operacionalidade” (Domingos Ferreira, 2002b: 129). Quando encontrada uma empresa semelhante, a avaliação pode ser realizada de forma muito mais rápida e eficiente do que por exemplo por uma avaliação pelos fluxos de caixa descontados que, como iremos analisar mais à frente, implica uma análise muito mais morosa em que é necessário assumir vários pressupostos. Adicionalmente os múltiplos são dos métodos de avaliação mais compreensíveis, surgindo daqui uma grande vantagem, dado que, muitas vezes, os interessados nesta informação não têm conhecimentos técnicos para compreender uma avaliação mais complexa, como a dos fluxos de caixa descontados (Brealey *et al.*, 2007). Todavia, Ferreira (2008) defende que o uso dos múltiplos deve ser encarado como um modelo complementar pois sofrem de limitações, que decorrem da fragilidade dos pressupostos em que assentam. De acordo com esta autora o ideal é utilizar este método aliado à da avaliação baseada em fluxos de caixa descontados.

Na mesma linha de pensamento, Kaplan e Ruback (1996) realizaram um estudo empírico com 51 transações altamente alavancadas onde concluíram que as estimativas mais confiáveis para os valores de mercado em que elas ocorreram foram aqueles obtidos usando o método dos fluxos de caixa descontados e a avaliação por múltiplos em conjunto.

Damodaran (2002: 244) acrescenta ainda que a avaliação por múltiplos têm uma maior probabilidade de refletir o valor atual de mercado por ser uma tentativa de medir o valor relativo e não

intrínseco. No entanto este método também apresenta desvantagens. É estático, como muitas outras *ratios* o que faz com que não tenha em conta o diferente crescimento de empresas distintas, nem tem em consideração aspetos importantes como a capacidade de geração de fundos e de políticas de investimento, financiamento e tributárias. Outra crítica normalmente feita a este tipo de avaliação é a possibilidade do método conduzir a valores muito elevados se o mercado estiver sobreavaliado ou valores muito baixos se o mercado estiver subavaliado num dado momento.

## 2.6. Modelo de avaliação baseados em fluxos de caixa descontados (DFC)

### 2.6.1. Aspetos gerais do modelo

Os modelos de avaliação baseados em fluxos de caixa descontados, são os mais utilizados na avaliação de empresas. Esta metodologia de avaliação vem sendo amplamente adotada pelos mercados financeiros e de capitais, assim como pelas empresas em processos de fusão e aquisição, dado que de acordo com a teoria financeira este é o “método que apresenta mais rigor” (Domingos Ferreira, 2002b).

A avaliação realizada pelo método dos fluxos de caixa descontados baseia-se na teoria de que o valor de uma empresa depende dos benefícios futuros que ela irá produzir, descontados para o valor presente, através da utilização de uma taxa de desconto definida a um determinado grau de risco inerente<sup>104</sup> (Luehrman, 1997).

Com efeito podemos traduzir o modelo na seguinte fórmula:

$$VPFC = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

Onde:

VPFC Valor presente dos fluxos de caixa;

n Vida útil do ativo;

k Taxa de desconto;

FC<sub>t</sub> Fluxo de caixa no período t.

De acordo com Mota *et al.* (2012: 243) a fiabilidade destes modelos fica assegurada pelo facto de “encararem as empresas, não numa perspetiva estática, mas numa perspetiva dinâmica, em que o valor da empresa é dado, fundamentalmente, pela sua capacidade de criar riqueza”. Copeland *et al.* (2006) afirmam que, contribui da mesma forma para a fiabilidade destes modelos o facto de utilizarem um grande número de informações relevantes, sejam elas relacionadas com a empresa ou com o setor em que esta opera.

A técnica de avaliação por fluxos de caixa descontados captura todos os elementos que afetam o valor da empresa de maneira abrangente e, por constituir-se numa técnica de natureza

<sup>104</sup> A taxa de desconto utilizada será função do risco dos *cash flows* estimados, em que é mais alta para ativos com elevado risco associado e mais baixa para projetos seguros.

económica, reflete de forma mais consistente o valor da empresa do que o valor obtido a partir de técnicas contabilísticas, as que se baseiam nos lucros contabilísticos e não consideram o investimento exigido para gerar os lucros nem o momento em que eles ocorrem (Endler, 2004: 4).

Por outro lado, o facto destes métodos basearem-se em expectativas futuras, a grande dificuldade está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro dos parâmetros relevantes do modelo (Copeland *et al.* (2006). Para além dos fluxos de caixa, são também parâmetros chave deste tipo de modelo a taxa de desconto o horizonte de projeção do fluxo e o valor residual da empresa ou valor da perpetuidade. Torna-se necessário proceder a uma apreciação, ainda que sumária, de cada uma destas variáveis, antes de entrarmos na análise dos modelos propriamente ditos.

A taxa de desconto é a taxa que torna equivalentes o valor presente e o valor futuro dos fluxos de caixa. Esta taxa deve refletir o custo de oportunidade e deve ter capacidade de implicitamente incorporar os riscos associados a determinado negócio<sup>105</sup>. De acordo com Castro (2010: 82):

(...) para que uma empresa ou projeto obtenha retorno positivo, e, portanto crie valor para o acionista, a taxa de desconto usada deve ser, no mínimo, a taxa equivalente ao custo de capital, de forma a garantir a utilização eficiente dos recursos, ou seja, a taxa de desconto deve traduzir o custo de financiamento da empresa para suportar a sua atividade.

Quanto ao horizonte de projeção, considera-se que a empresa, diferentemente dos seus projetos, tenha uma vida infinita e que, portanto, opere continuamente. Com efeito, os *cash flows* devem ser projetados ao longo de um período, durante o qual se consiga prever com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais. Normalmente, o período de projeção é identificado de acordo com a natureza do negócio e o grau de previsibilidade das variáveis relevantes<sup>106</sup>. A partir daí, assume-se que estes fluxos crescem perpetuamente a uma taxa constante, ou seja, calcula-se um valor residual para os fluxos de caixa. Esta perpetuidade é um dos elementos mais relevantes na avaliação de uma empresa.

O valor de continuidade representa, frequentemente, uma fatia substancial, senão mesmo a maior percentagem do valor da empresa, daí que o cálculo assuma uma importância decisiva no processo de avaliação (Mota *et al.*, 2012: 247).

Com efeito assume-se, normalmente, que apenas uma pequena parcela do valor de uma empresa pode ser atribuída ao horizonte previsional da avaliação. Todavia, não podemos generalizar, tudo dependerá do setor em que a empresa opera e da sua estratégia de desenvolvimento (Domingos Ferreira, 2002b).

Feita esta análise inicial, encontramos-nos agora em condições de avançar para a análise dos modelos baseados nos fluxos de caixa descontados.

É frequente na literatura financeira, afirmar-se que a avaliação de empresas através de fluxos de caixa descontados pode efetuar-se através de duas abordagens do fluxo de caixa descontado.

105 O custo de oportunidade é o retorno que um investidor poderia esperar receber se tivesse investido o seu dinheiro em um ativo com risco semelhante (Froot e Kester, 1995).

106 De entre as variáveis relevantes para a identificação do período de projeção, é importante mencionar: preços dos produtos; volume de vendas; custos de matérias-primas, despesas operacionais e variáveis macro económicas, tais como juros e taxas de câmbio.

Seguindo por exemplo Domingos Ferreira (2002b), uma abordagem avalia apenas o valor para o acionista, através do *Free Cash Flow to Equity* (de agora em diante FCFE) enquanto que a outra avalia a empresa como um todo, através do *Free Cash Flow to Firm* (de agora em diante FCFF). As duas abordagens descontam fluxos de caixa esperados, mas com diferenciadas definições de fluxo de caixa e taxas de desconto.

No nosso estudo, recorrer-se-á apenas à análise pelo FCFF, pois é o mais utilizado, quer pelas empresas para planear o seu futuro, quer pelos analistas financeiros (Mota *et al.*, 2012). Posteriormente faremos apenas alguns apontamentos à metodologia do FCFE, chamando a atenção para as diferenças entre este modelo e o modelo que utiliza o FCFF.

### 2.6.2. Os fluxos de caixa – *Free Cash Flow to Firm*

O FCFF considera que os fluxos de caixa não dependem da forma de financiamento consistindo nos meios líquidos gerados pela empresa e disponíveis tanto para acionistas como para credores. Com efeito, estes fluxos de caixa englobam os fluxos de tesouraria após o pagamento de todas as despesas operacionais, impostos e despesas de reinvestimento, mas antes do serviço de dívida (juros e amortizações dos financiamentos).

A sua estrutura e fórmula de cálculo apresentam-se seguidamente:

<i>Free cash flow to firm</i>
= Resultado líquido do período
+ Amortizações/depreciações do período
+ Provisões do exercício
= Fluxo de caixa operacional
- Var. necessidades de fundo de maneio
- Investimento em ativos não correntes
- Var. de investimentos

De acordo com este modelo os fluxos de caixa devem ser descontados pelo custo médio de capital ponderado – o que na terminologia inglesa corresponde ao *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) – por ser a taxa que incorpora os riscos associados à atividade da empresa e os custos de oportunidade dos seus investidores.

Assim, o valor da empresa é dado por:

$$VPL = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF}{(1+WACC)^t}$$

Onde:

VPL = valor presente líquido;

FCFF = Fluxo de caixa da empresa no período t;

WACC = Custo médio de capital ponderado.

Seguidamente apresentar-se-ão com mais detalhe as variáveis necessárias ao cálculo do WACC, dado que estimativa do custo de capital é considerada como um dos pontos mais importantes e críticos num processo de avaliação pelo modelo de fluxos de caixa descontados.

### 2.6.3. A taxa de desconto – Custo médio de capital ponderado (WACC)

De um modo geral, as empresas utilizam captais próprios e de terceiros para financiar as suas operações. No que se refere a processos de avaliação, o custo de capital ou a taxa de desconto deve representar o custo global de capital da empresa, que é uma média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio, que corresponde ao custo médio de capital ponderado.

De acordo com Martins (2010), para estimar o WACC, é necessário, que se comece por determinar a estrutura de capital da empresa, já que o custo de capital deve corresponder a uma média ponderada dos custos de todas as fontes de capital – capital próprio e capital alheio, incluindo-se neste último a poupança fiscal proveniente da dívida.

Assim o WACC poderá ser calculado para qualquer empresa, utilizando-se a seguinte expressão:

$$WACC = K_e \frac{CP}{CP + CA} + k_d (1 - T) \frac{CA}{CP + CA}$$

Onde:

$K_e$	Custo do capital próprio;
CP	Capital próprio;
CA	Capital alheio;
$K_d$	Custo do capital alheio;
T	Taxa de IRC;
$\frac{CP}{CP + CA}$	Quociente das dívidas na composição total dos financiamentos;
$\frac{CA}{(CP + CA)}$	Quociente do capital próprio no total dos financiamentos;
$k_d (1 - T)$	Custo das dívidas após os impostos.

Torna-se importante, neste contexto, determinar como devem ser calculados o custo de capital próprio ( $k_e$ ) e o custo de capital alheio ( $k_d$ ).

#### Custo do capital próprio – $k_e$

O custo do capital próprio corresponde à rendibilidade exigida pelos acionistas, de forma a

cobrir o risco financeiro inerente e o risco do negócio<sup>107</sup>. Existe portanto um risco duplo que tem de ser coberto.

A taxa de custo de capital próprio utilizado na atualização dos fluxos deve corresponder ao respetivo risco associado a esses fluxos. Apesar de ser este o princípio, na prática torna-se difícil quantificar de forma rigorosa o risco associado a determinado tipo de fluxo. Muitas das técnicas de avaliação do risco e da rentabilidade exigida para o capital próprio baseiam-se na análise do mercado e de empresas comparáveis. No entanto, a seleção de empresas com risco semelhante e a avaliação do risco da empresa, embora baseadas em algumas técnicas financeiras têm uma grande componente de subjetividade e discricionariedade (Neves, 2007: 111).

O *Capital Asset Price Model* (doravante CAPM) é o modelo mais conhecido e utilizado pelos analistas financeiros para estimar o custo de capital próprio. O modelo indica de forma direta a relação entre risco e a rentabilidade exigida pelos acionistas, isto é, o custo do capital próprio. De acordo com Castro (2009: 86), este modelo:

(...) representa uma solução eficiente para a questão da mensuração e decomposição do risco total dos investimentos. Constituindo-se numa base logicamente consistente para a estimação do custo de capital próprio, o CAPM permite uma definição fundamentada do valor de mercado do capital próprio, assim como para qualquer ativo de capital existente na economia.

O CAPM pode ser descrito da seguinte forma:

$$E(R_e) = r_f + \beta_e [E(R_m) - R_f]$$

onde:

$E(R_e)$  = Rendibilidade exigida pelos acionistas;

$R_f$  = Taxa de juro livre de risco;

$\beta_e$  = Índice de risco do ativo financeiro;

$E(R_m)$  = rendibilidade do mercado esperada a médio/longo prazo;

$E(R_m) - R_f$  = prémio de risco de mercado que consiste na diferença entre o retorno médio do mercado,  $E(R_m)$ , e o retorno médio da taxa livre de risco,  $R_f$ , num dado período.

Torna-se importante, neste ponto, fazer algumas considerações adicionais sobre o coeficiente de risco sistemático ( $\beta$ ). Este indicador mede como reage o preço de um ativo às oscilações de um índice representativo de mercado, ou seja mede o grau de risco de uma empresa relativamente a um índice de mercado. De acordo com Damodaran (2007), os fatores determinantes do índice  $\beta$  são:

- Tipo de negócio da empresa: quanto mais sensível for o negócio às condições de mercado, maior será o  $\beta$ ;
- Grau de alavancagem operacional: empresas com alto grau de alavancagem operacional e consequente variabilidade dos seus lucros terão um  $\beta$  mais elevado do que empresas com baixo grau de alavancagem operacional (determinada pela relação existente entre os rendimentos operacionais e o resultado antes de juros e impostos).

---

<sup>107</sup>Os investidores podem reduzir o risco do investimento através da diversificação, que permite reduzir/eliminar o risco específico (Neves, 2007: 112).

- Alavancagem financeira: empresas com alto grau de alavancagem financeira terão um  $\beta$  mais elevado do que empresas com baixo grau de alavancagem financeira<sup>108</sup>.

Concluindo, o CAPM dá-nos o custo do capital próprio como a medida de risco em termos de variância não diversificável e relaciona o retorno esperado à medida de risco.

Copeland *et al.* (2006), afirmam que para as empresas de capital aberto a literatura financeira traz de forma completa a definição de custo de capital, dado que as exigências de divulgação de informações a que estão sujeitas fazem com que os analistas disponham de um conjunto amplo de informações, como histórico de lucros e projeções de crescimento futuro. Contudo, o mesmo não ocorre com empresas de capital fechado. Para esse segmento, praticamente não existem informações históricas disponíveis, e quando existem, geralmente têm-se mostrado pouco confiáveis. Damodaran (2002) sugere, nestes casos o uso de dados de empresas comparáveis, ou seja, devem utilizar as informações disponíveis de empresas com capital aberto que sejam comparáveis com a empresa em análise, em termos de risco de negócios e alavancagem operacional.

#### **Custo de Capital Alheio – $k_d$**

O custo de capital alheio é a taxa do endividamento obtida que depende da situação da empresa e dos recursos necessários. Através da utilização do histórico do endividamento da empresa, podemos facilmente calcular o custo médio do capital alheio ( $k_d$ ) utilizando a seguinte formula:

$$k_d = \frac{EF}{D}$$

Onde:

$K_d$  = Custo de capital alheio;

EF = Custos financeiros líquidos de rendimentos;

D = Capital alheio de financiamento (média anual).

#### **2.6.4. Determinação do valor residual**

Como já tivemos oportunidade de referir, é frequente que, numa avaliação baseada em fluxos de caixa descontados, se considere que as empresas operam continuamente. Contudo, não é possível determinar estes fluxos para todos os períodos de atividade até ao infinito. Dada esta limitação, é comum que depois de calculados os fluxos de caixa para um horizonte temporal finito, se assuma que estes crescem perpetuamente a uma taxa constante ( $g$ ).

Não obstante, Damodaran (2002) afirma que nenhuma empresa pode crescer perpetuamente a uma taxa superior ao crescimento da economia em que se insere, concluindo que esta taxa de crescimento constante não pode ser superior à taxa de crescimento da economia.

<sup>108</sup> Note-se que a alavancagem financeira corresponde à capacidade da empresa em maximizar o lucro líquido, pela utilização de encargos financeiros fixos.



Com efeito, Botelho (2009) indica alguns fatores que afetam a taxa de crescimento que não podem ser descurados. Entre os mais importantes estão: (i) o ciclo de vida do produto ou serviço; (ii) o grau de internacionalização da empresa; (iii) a taxa de crescimento de mercados externos; (iv) o setor em que se insere e (v) o grau de concorrência.

Neste sentido, o valor residual (VR) da empresa pode ser calculado utilizando a seguinte equação:

$$VR = \frac{FCFF_n(1+g)}{WACC-g}$$

onde:

VR = Valor residual ou valor de perpetuidade;

FCFF = Fluxos de caixa no ano n;

WACC = Taxa de desconto;

g = Taxa de crescimento constante.

### 3.6.5. Valor dos capitais próprios

Após a determinação do valor previsional e de continuidade procede-se à sua soma, o que nos permite obter o valor do negócio.

$$\text{Valor do negócio} = \text{valor previsional} + \text{valor de continuidade}$$

ou seja,

$$VN = \frac{FCFF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCFF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{FCFF_n(1+g)}{k-g}$$

De acordo com Mota *et al.* (2012) se, a este valor se somar o valor de mercado dos ativos extra-exploração, que incluem todos os ativos não afetados à atividade operacional da empresa, designadamente terrenos e outros investimentos financeiros, títulos negociáveis e outras aplicações de tesouraria e dívidas de terceiros, obtemos o *Firm Value*, que representa o valor de mercado dos ativos (valor total da empresa).

$$\text{Firm Value} = \text{Valor do negócio} + \text{Valor dos ativos extra-exploração}$$

E, por sua vez, se a este valor se deduzir o valor de mercado do passivo financeiro (dívida com encargos) e dos interesses que não controla, obtém-se o valor de mercado dos capitais próprios.

$$\text{Valor dos capitais próprios} = \text{Firm value} - \text{Passivo de financiamento} - \text{Interesses minoritários}$$

Consequentemente, dividindo este valor pelo número de ações obtemos o valor por ação da empresa:

$$\text{Valor por ação} = \frac{\text{Valor dos capitais próprios}}{N.^\circ \text{ de ações}}$$

Resumindo:

Valor dos capitais próprios
= valor do negócio
+ valor extra-exploração
- Passivo de financiamento
- Interesses que não controla

#### 2.6.6. Metodologia alternativa ao FCFF

Como tivemos oportunidade de referir anteriormente, alternativamente ao FCFF, podemos usar o FCFE, que é baseado no fluxo de caixa disponível para os acionistas depois de satisfeito o serviço de dívida, plano de investimento e impostos.

De uma forma geral, o FCFE é dado pela seguinte fórmula:

<i>Free Cash Flow to Firm</i>
= Resultado líquido
– Depreciações/Amortizações
– Investimento em capital fixo
– Investimento em <i>Working Capital</i>
– Reembolso da dívida
+ Dívida Obtida

Neste método a taxa de desconto a utilizar deverá ser dada pelo custo de capital próprio, sendo o valor atual fornecido pelos fluxos de caixa o valor dos capitais próprios (Mota, *et al.*, 2012).

Muitos autores, como Domingos Ferreira (2002) e Damodaran (1997), alertam para os efeitos da troca das taxas de desconto entre os dois métodos. De acordo com Domingos Ferreira (2002), os FCFE devem ser atualizados ao custo de capital (ke). A atualização destes fluxos de caixa através da taxa do custo de capital médio ponderado (WACC) tende a apresentar um valor mais alto para o valor do capital próprio. Por outro lado, os FCFF devem ser atualizados pelo custo de capital médio ponderado, uma vez que a utilização do custo de capital conduz a um valor mais baixo do valor da empresa.

Não obstante, o valor do capital próprio obtido pelas metodologias do FCFF e FCFE conduzem ao mesmo resultado se forem satisfeitos alguns pressupostos, nomeadamente: (i) a taxa de crescimento

do FCFF deve ter em conta o efeito do *leverage* financeiro; (ii) o FCFE deve considerar uma *ratio* constante de dívida e (iii) a dívida deve estar corretamente avaliada no mercado, pois o valor do capital próprio através do FCFF é obtido subtraindo o valor de mercado da dívida (Mota *et al.*, 2010)

#### 2.6.7. Análise crítica do método baseado em fluxos de caixa descontados

Como já tivemos oportunidade de referir, o método dos fluxos de caixa descontados é apontado pela generalidade dos autores como sendo o método mais fiável para a avaliação de empresas. Todavia esta metodologia apresenta algumas limitações, que algumas vezes impossibilitam a sua aplicação. Seguidamente abordaremos aquelas que de acordo com a literatura financeira, são as principais críticas aos modelos de avaliação por fluxos de caixa descontados.

Brealey *et al.* (2007) referem que a avaliação baseada em fluxos de caixa descontados, apesar de configurar o modelo que apresenta maior fiabilidade e rigor, é um modelo que como muitos outros assenta em pressupostos simplificadores, como o crescimento constante dos resultados e dos fluxos de caixa sem que seja levada em consideração a flexibilidade operacional ao longo do tempo, característica de qualquer empresa.

Autores como Damodaran (2002), Ross (2010), Hitchner (2011), Martins (2008, 2013), entre muitos outros, direcionam a sua crítica não ao modelo, mas à sua aplicabilidade a determinado tipo de empresa dado a que requer muita informação com elevado grau de detalhe. Neste sentido, os autores afirmam que a principal dificuldade está relacionada com a falta de informações disponíveis no mercado. Ou seja, o uso deste modelo para avaliar ativos que não tenham preços formados em mercados financeiros organizados revela-se problemático<sup>109</sup>.

Os modelos com fluxos de caixa descontados são, da mesma forma, de difícil aplicação em empresas com dificuldades financeiras dado que estas normalmente têm fluxos de caixa e resultados negativos, incapacidade de honrar passivos e alto endividamento. Endler (2004) destaca que a aplicação nestes casos requer a estimativa dos fluxos de caixa até que eles se tornem positivos. De acordo com o autor, havendo perspectiva de geração de lucros futuros, é necessário, efetuar-se algumas adaptações, tais como avaliar a empresa em vez do património líquido (usando-se os fluxos de caixa antes do pagamento da dívida), usar lucros normalizados ou médios, ou estimar fluxos de caixa para os períodos de transição. Contudo, Endler (2004) adverte que os métodos de fluxos de caixa descontados não devem ser aplicados a empresas que apresentem dificuldades financeiras.

Nesse caso, pode utilizar-se o valor de liquidação ou modelos de avaliação de opções, sendo que este último método poderá tornar-se impraticável para a determinação de empresas de pequeno e médio porte, em razão da complexidade dos dados necessários.

A avaliação de empresas baseada em fluxos de caixa descontados também é de difícil no caso

---

<sup>109</sup>Todavia, e apesar disso, tem-se consagrado formas de resolver a questão da sua extensão a ativos não cotados. De acordo com Martins (2013: 69) elas consistem ou em presumir que o investidor se encontra diversificado e não enfrenta riscos específicos – o que raramente será verdade – ou em aumentar o prémio de risco obtido pelo uso do CAPM através da adição de um outro prémio que compensa o risco específico, que habitualmente se calcula entre 3% a 5%, em função de estudos internacionais sobre a variabilidade da taxa de retorno para ativos cotados e não cotados.

das empresas cíclicas que tendem a seguir um determinado padrão. Neste tipo de empresas os resultados e fluxos de caixa tendem a alternar entre períodos positivos e negativos. Dado este cenário, a avaliação deve ter em conta os desvios e as tendências utilizadas pelo analista para a análise coerente do valor da empresa<sup>110</sup>.

Muitas outras críticas têm sido feitas ao modelo que seria impossível referi-las a todas no contexto da nossa investigação, contudo não poderíamos terminar esta análise sem referir que estes modelos obrigam ao estabelecimento de pressupostos sobre operações de investimento e financiamento que podem ser difíceis de quantificar, pelo que nem sempre é fácil obter as taxas de desconto e do custo do capital, devido à subjetividade inerente a qualquer previsão. Perez e Fama (2004: 107) afirmam que:

(...) uma crítica consistente a este método está no facto de se trabalhar ao longo de toda a avaliação com a mesma taxa de desconto para os diversos anos, pressupondo que a estrutura e os custos de capital (próprio e de terceiros) não se alterariam ao longo da análise. Para um maior rigor técnico dever-se-ia estimar o novo custo médio de capital ponderado para cada exercício em que forem projetados os fluxos de caixa.

Contudo, esta é uma prática de difícil aplicação. Como vimos ao longo da nossa análise, a solução adotada é a definição de uma estrutura de capital considerada ideal e que se pretende adotar como meta no futuro.

Podemos assim concluir que as limitações aos modelos de avaliação de empresas através de fluxos de caixa descontados estão essencialmente relacionados com o elevado grau de subjetividade inerente a qualquer tipo de previsão, pelo que os pressupostos e variáveis utilizadas devem ser cuidadosamente analisados, pois interferem diretamente no resultado produzido.

No ponto seguinte abordaremos a avaliação de empresas através de opções reais. Este método constitui uma resposta às críticas aos modelos baseados no desconto dos fluxos de caixa futuros por não apresentarem flexibilidade ao longo do período de análise. O método de avaliação através de opções reais será abordado superficialmente embora sejam apresentadas as questões essenciais levantadas numa avaliação deste género.

## **2.7. Opções reais**

As opções reais trazem uma nova forma de entender e tratar as alternativas estratégicas disponíveis e a flexibilidade empresarial para adaptação a mudanças, cujo valor pode ser fundamental num processo de avaliação de empresas ou na análise de um projeto de investimento.

De acordo com Trigeorgis (1996) uma opção real corresponde ao direito de tomar uma decisão, sem carácter obrigatório, que pode envolver o abandono, o adiamento, a expansão ou qualquer outra hipótese negocial. Esta opção estará disponível durante um determinado período de tempo, tendo

---

<sup>110</sup> Sobre esta problemática, Fernandes (2008) considera-se que o modelo baseado no desconto dos fluxos de caixa é direcionado para empresas que apresentam lucros razoavelmente estáveis. Nestes casos, investidor pode ter uma perspetiva razoavelmente clara quanto ao futuro dos seus lucros. Já para as empresas cíclicas que acompanham o ciclo de crescimento de mercado a aplicação do modelo assenta em mais pressupostos dado que, quando o mercado está em alta, o lucro dessas empresas cresce e quando o mercado está em baixa, o lucro delas também decresce.

associado um custo pré-definido, que corresponde ao investimento inicial. Da mesma forma, Damodaran (2010: 344) afirma que as opções reais correspondem às oportunidades que as empresas podem ter no futuro para “investir e aproveitar sucessos inesperados nas suas atividades”.

Neves (2007) introduz as opções reais de forma distinta, começando por destacar as limitações da generalidade dos modelos de avaliação de empresas. De acordo com o autor, os modelos de avaliação normalmente utilizados, pressupõem que os ativos das empresas são detidos de forma passiva. Isto torna-se perceptível pelo facto dos investidores decidirem no presente se vão investir ou não num projeto que vai gerar uma série de fluxos de caixa no futuro. Contudo, alerta para o facto de que, na realidade os gestores podem tomar, no futuro, decisões que alteram o padrão dos fluxos, inicialmente previstos. Ou seja, poderão ver-se confrontados com outras opções, nomeadamente a descoberta de um novo produto que podem alterar a projeção dos fluxos feita inicialmente<sup>111</sup>. Assim, o autor supracitado conclui que “na prática da gestão das empresas existem muitas opções que designamos por opções reais, essas opções criam valor para as empresas que as detêm” (Neves, 2007: 307).

Como podemos aferir, a existência de incertezas e flexibilidade na tomada de decisão são elementos fundamentais que justificam das opções reais na avaliação de projetos de investimento. Apesar deste método apresentar alguma complexidade, mostra-se mais adaptável do que outros métodos de avaliação como os métodos de desconto de fluxos de caixa, dado que incorpora a flexibilidade operacional e de gestão. Com efeito, os investimentos são comparados a opções, ou seja, a empresa possui o direito de comprar um ativo, de desconsiderar a decisão, cancelar novas etapas do investimento, ou alterar a escala de produção, se julgar necessário.

De acordo com Lemme (2001), existem três tipos básicos de opções reais:

- Opção para decisões subsequentes, que corresponde ao valor da flexibilidade do empreendimento para realizar mudanças ao longo do tempo e tirar proveito de oportunidades que se tornem atrativas (mudanças em escala, produto, processo, mercado, etc.);
- Opção de abandono, associada à liquidação do ativo ou à sua alocação a outro processo;
- Opção de tempo ou adiamento, que corresponde à possibilidade de obter informação adicional e observar os acontecimentos antes de tomar uma decisão importante.

Dadas estas opções, Duarte (2007: 36) conclui que a grande vantagem deste modelo de avaliação corresponde à possibilidade de adaptação da estratégia inicial das empresas de forma a beneficiar de oportunidades futuras ou reduzir perdas eminentes, ou seja, à medida que novas informações se tornam disponíveis, e a incerteza sobre o futuro se reduz, a gestão pode utilizar a sua valiosa flexibilidade para alterar a estratégia, através de decisões de investimento, adiamento ou abandono.

Tanto a abordagem das opções reais como a dos fluxos de caixa descontados consideram os

---

<sup>111</sup> À descoberta de um novo produto estão associadas outras opções como lançá-lo imediatamente, adiar o seu lançamento, vender os direitos de exploração, entre muitas outras.

fluxos de caixa ao longo da vida de um projeto, descontam os fluxos de caixa para o presente e consideram o custo de oportunidades de mercado para o capital. No entanto as opções reais pressupõem flexibilidade na tomada de decisões.

Desta forma, determinados investimentos, que avaliados pelo desconto dos fluxos de caixa que aparentemente não são atraentes poderiam tornar-se mais apelativos caso fossem avaliados pelo método das opções reais. De acordo com Martinez (1999: 14) “o fluxo de caixa descontado usualmente subavalia empresas, na medida em que ignora aspetos estratégicos na tomada de decisões, bem como a existência de determinadas flexibilidades operacionais”. Damodaran (2002: 343) exemplifica esta questão da seguinte forma:

(...) o valor pelo fluxos de caixa descontados de uma pequena empresa num mercado de porte muito grande pode deixar de refletir a possibilidade, por menor que seja, de que essa empresa se destaque das demais e se torne a próxima Microsoft ou a próxima Cisco. Da mesma forma, as empresas que detêm a patente ou licença de uso de um produto podem ser subestimadas pelos modelos baseados no desconto de fluxos de caixa dado que os fluxos de caixa previstos não levam em consideração a possibilidade de que a patente permita à empresa entrar em novos mercados.

Neste sentido, Trigeorgis (1996) defende um método ao qual atribui a designação de expandido ou estratégico. De acordo com o autor este método deve refletir dois componentes de valor: o valor líquido dos fluxos de caixa descontados, e o valor da opção da flexibilidade e das interações estratégicas. Desta forma, as opções reais complementam a teoria dos fluxos de caixa descontados, acrescentando-lhe uma importante dimensão de flexibilidade.

Não obstante, têm sido apontadas algumas limitações a este modelo. De acordo com Lemme (2001: 122):

Uma das grandes dificuldades para a utilização dos modelos de opções reais na avaliação de empresas reside na mensuração da volatilidade, associada ao facto dos mercados de bens e serviços em geral não apresentarem níveis de eficiência informacional comparáveis aos dos mercados de títulos. Além disso, ao contrário das opções clássicas sobre ativos financeiros, o preço de exercício das opções reais pode variar ao longo do tempo.

Neste contexto, Kulatilaka (1993) conclui que apesar da literatura sobre opções reais possibilitar perceções úteis, aplicações específicas têm sido limitadas.

Com esta pequena análise às opções reais, terminamos a nossa análise aos métodos de avaliação de empresas. Convém salientar que esta análise assentou em pressupostos simplificadores, dado que o nosso principal objetivo foi, tão só e apenas, introduzir os métodos mais utilizados de acordo com a literatura financeira e com a prática das empresas, tentando sempre destacar as suas vantagens e inconvenientes de acordo com o tipo de empresa a ser analisada.

Nos processos de fusão de empresas, o passo seguinte, após a correta determinação dos justos valores das empresas, é determinar as relações de troca. Neste sentido, no ponto seguinte, dada a limitada bibliografia referente a esta questão, apresentamos um exemplo de como devem ser determinadas estas relações.

### 3. Relações de troca

Determinado o valor real das empresas, procede-se à determinação da relação de troca mais justa entre as empresas envolvidas na fusão, de acordo com as condições introduzidas no início do presente capítulo.

Vejamos com um simples exemplo a aplicação numa fusão por incorporação da sociedade A na sociedade B.

Após a avaliação das empresas concluiu-se que o património real da sociedade A é de 100.000 euros, enquanto que o património real da sociedade B é de 150.000 euros.

Sendo o capital de B dividido em 30.000 ações com um valor nominal de 1 euro, conclui-se que o valor real/justo valor dessas ações é de 5€ ( $=150.000/30.000$ ).

Assim, para manter a paridade em termos de valor entre os novos e os antigos acionistas de Y, o aumento de capital da sociedade B deverá ser de 20.000 ações ( $100.000/5$ ) e o capital social passaria a ser de 50.000 ações. Ou seja, o justo valor do património de Y depois da fusão será 250.000€, correspondendo 40% desse valor ao património transferido. Com efeito é razoável que a participação dos novos sócios no capital seja de  $0,4 \times 50.000 = 20.000$  ações.

Por sua vez o prémio de fusão será de  $80.000 = 100.000 - 20.000$ .

O prémio de fusão deve ser registado separadamente do prémio de emissão. Não obstante as similaridades entre os dois. De acordo com a opinião de Del Pozo (2010) *apud* Elias (2009) essa proximidade deriva do facto do prémio de emissão ser o excesso do preço relativamente ao valor nominal que os novos sócios devem pagar para compensar a diluição dos direitos patrimoniais dos antigos sócios, enquanto que o prémio de fusão é o sobrepreço relativamente ao valor nominal das partes de capital emitidas pela sociedade beneficiária, que os sócios da sociedade fundida devem “pagar” para se integrarem como sócios da sociedade beneficiária em condições de paridade patrimonial com os antigos sócios.

O caso da fusão por constituição de nova sociedade acaba por semelhante. Para que se possa estabelecer a correta relação de troca, teremos de considerar como base o valor real/justo valor de uma das empresas envolvidas na operação, ou seja, as relações de troca terão de ser feitas na ótica de uma das empresas como é feito na fusão por incorporação. A única diferença é que não haverá aumento do capital social porque se constitui uma nova sociedade para o efeito.

### 4. Conclusão

As fusões podem realizar-se mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra ou mediante a constituição de uma nova sociedade. Independentemente do método de combinação escolhido, para que a transação efetivamente ocorra é necessário estabelecer a relação de troca de participações sociais entre as sociedades envolvidas na operação de concentração empresarial. Esta relação está associada à correta avaliação das empresas intervenientes na operação.

Com efeito, espera-se que a relação de troca garanta que os sócios da(s) sociedade(s) fundida(s), participam no capital da sociedade beneficiária de forma a manterem o valor da participação que detinham na(s) sociedade(s) fundida(s).

Ao longo deste capítulo demos especial relevância aos métodos de avaliação de empresas, dado que estes estão na base da definição da relação de troca mais justa.

A utilização dos modelos de avaliação é uma das formas de determinar o justo valor das entidades envolvidas na operação, no entanto, a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente, sendo a solução apontada pela literatura o uso conjunto dos vários métodos. Não obstante, antes de se determinar os métodos de avaliação que deverão ser aplicados, é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, envolvendo o contexto macroeconómico no qual ela está inserida, o seu setor de atuação, o seu mercado consumidor, o seu desempenho passado e atual, os seus aspetos económicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos, entre muitos outros que se mostrem relevantes. Analisados todos estes fatores, procedemos à aplicação dos métodos de avaliação mais adequados à empresa em análise.

Dos diversos métodos de avaliação existentes, analisamos aqueles que de acordo com a literatura financeira e com a prática das empresas, são os mais utilizados. Com efeito começamos por apresentar os métodos mais simples nomeadamente, os baseados na informação contabilística, no valor de mercado, no *goodwill*, e através de múltiplos de mercado.

Analisados, ainda que sumariamente estes métodos, desenvolvemos, posteriormente, uma análise mais detalhada dos modelos de avaliação baseados em fluxos de caixa futuros descontados. Estes são os métodos mais utilizado na avaliação de empresas, dado que são considerados pela literatura como os métodos que apresentam mais rigor. Acabamos a análise aos métodos de avaliação com a introdução das opções reais visto que constituem um avanço dos métodos de avaliação baseados no desconto de fluxos de caixa, uma vez que pressupõem flexibilidade na tomada de decisões.

A conclusão a que chegámos pela análise a todos estes métodos de avaliação, é que, as avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas de desempenho e de aspetos de mercado, envolvendo, portanto, considerável grau de subjetividade, levando a que na maior parte dos casos, a correta avaliação esteja associada à aplicação de vários métodos.

Determinado o valor real das empresas, procede-se ao apuramento das relações de troca necessárias à efetivação da fusão. Como vimos, estas relações de troca devem ser aquelas que garantem que os sócios da(s) sociedade(s) fundida(s), participam no capital da sociedade incorporante, no caso de fusão por incorporação, ou da nova sociedade, no caso de fusão por constituição de nova sociedade, de forma a manterem o valor da participação que tinham na(s) sociedade(s) fundida(s).



## **PARTE II – ESTUDO EMPÍRICO**

---



# CAPÍTULO 1 – METODOLOGIA DE PESQUISA

## 1. Introdução

De acordo com Selltitz, *et al.* (1974: 5) o objetivo de qualquer pesquisa é “descobrir respostas para perguntas, através do emprego de processos científicos”.

A nossa investigação prende-se a uma análise global do processo de fusão. Com efeito, as questões de investigação que queremos responder são:

1. Quais as motivações que explicam a escolha das fusões como estratégia de crescimento?
2. Quais os métodos utilizados para avaliar as empresas envolvidas numa operação de fusão?
3. Como se desenvolve o processo jurídico?
4. Como é contabilizada a operação?
5. Quais os impactos fiscais?
6. Como é realizada a integração pós-fusão?
7. Quais os impactos para o consumidor final deste tipo de operação?

Para responder às duas primeiras questões, poderíamos proceder a uma análise do tipo quantitativo, que envolveria a aplicação sistemática de um questionário a empresas que tivessem realizado uma ou mais operações de fusão nos últimos anos. No entanto esta metodologia mostrar-se-ia inadequada para dar resposta às restantes questões. Neste sentido, decidimos aplicar uma metodologia qualitativa, de foro descritivo, através de um estudo aprofundado de uma operação de fusão<sup>112</sup>. De acordo com Major e Vieira (2009) a utilização de metodologias qualitativas em gestão, em particular aquela baseada no método de estudo de caso pode ser utilizada como estratégia de investigação para possibilitar um conhecimento mais profundo sobre a prática.

No presente capítulo apresentaremos, inicialmente, os aspetos conceituais que influenciaram a escolha do estudo de caso como método mais adequado de pesquisa para responder às questões apresentadas. Na sequência apresentaremos o caso objeto de estudo e as unidades de análise, bem como as fontes e metodologias de recolha de dados. Finalizaremos este capítulo apresentando algumas limitações método de investigação aplicado.

## 2. Método de pesquisa adotado: estudo de caso

Considerados os métodos de desenvolvimento de um trabalho científico, optamos por utilizar o estudo de caso para o desenvolvimento da nossa análise. Dada a complexidade do estudo de uma operação de fusão, este é o método que mais facilmente nos ajudará a responder às questões colocadas no ponto anterior.

---

<sup>112</sup>O uso de uma metodologia quantitativa é pertinente, dado que partimos de questões de interesse amplo, que vão-se definindo à medida que o processo se desenvolve.

Yin (2009) é o autor mais citado pelos investigadores que usam o estudo de caso como abordagem metodológica. De acordo com este autor, o estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenómeno no seu ambiente real, quando as fronteiras entre o fenómeno e o seu contexto não são evidentes, e na qual se utilizam múltiplas fontes de evidência. Neste sentido este método de investigação permitir-nos-á escolher empresas que tenham realizado operações de fusão proporcionando uma análise global de todo o processo.

Começaremos por procurar entender quais as motivações que levam as empresas a realizar este tipo de operação, assim como devem proceder para a avaliação das empresas a fundir de modo a determinar as relações de troca características deste processo. Seguidamente, decorrente do facto das fusões de empresas serem altamente reguladas em termos jurídicos, contabilísticos e fiscais, a análise de um caso particular permitir-nos-á fazer generalizações para outros casos nestas três esferas<sup>113</sup>. Com efeito, começaremos por analisar o processo jurídico, através das suas diversas etapas. Posteriormente direcionaremos o nosso estudo para a forma como deve ser tratada contabilisticamente uma fusão assim como as suas implicações fiscais. Não obstante, de forma a tornar a nossa análise ainda mais global tentaremos perceber como deve ser feita a integração de culturas após a fusão.

Neste sentido mostra-se de elevada importância perceber quais os fundamentos de um caso de estudo assim como os passos que devem ser seguidos para a sua elaboração pelo que seguidamente introduziremos esta técnica de estudo.

### **3. Caracterização do estudo de caso**

Yin (2009) define um estudo de caso como uma investigação empírica usada quando o propósito do investigador é compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos, nos quais estão simultaneamente envolvidos diversos fatores. Normalmente as variáveis imputáveis a um estudo de caso são tantas que o seu tratamento estatístico seria impossível (Yacuzzi, 2005). De acordo com Baraňano (2008:122):

O estudo de caso é um método de investigação utilizado no âmbito das ciências sociais que pressupõe uma apresentação rigorosa de dados empíricos, baseada numa combinação de evidências quantitativas e qualitativas. (...) Em gestão, dada a complexidade das situações e, portanto, a necessidade crescente de informação qualitativa que explique a informação quantitativa de forma completa recorre-se, cada vez com maior frequência, à realização de estudos de caso.

Yin (2005) vai mais além afirmando que existem diversas motivações para usar o estudo de caso como metodologia de investigação. No contexto do nosso trabalho merecem referência quatro dessas motivações. São elas: (i) quando o investigador é confrontado com situações complexas, de tal forma que dificulta a identificação das variáveis consideradas importantes; (ii) quando o investigador

---

<sup>113</sup> Iremos abordar o tipo de generalização proporcionada pelos estudos de caso mais à frente dado que este tipo de generalização apresenta diferenças e limitações face àquela proporcionada pelos estudos de foro quantitativo.

procura encontrar interações entre fatores relevantes próprios desse caso particular; (iii) quando o objetivo é descrever ou analisar o fenómeno, a que se acede diretamente, de uma forma profunda e global e; (iv) quando o investigador pretende apreender a dinâmica do fenómeno, do programa ou do processo.

Normalmente os estudos de caso debruçam-se deliberadamente sobre uma situação específica que se supõe ser única ou especial, pelo menos em certos aspetos, procurando descobrir o que nela há de essencial e característico (Ponte, 2006: 2). Contudo,

(...) se um pesquisador se dedica a um determinado caso, é muitas vezes porque tem razões para considerá-lo como típico de um conjunto mais amplo do qual se torna representante e que esse caso pode, por exemplo, ajudar a melhor compreender uma situação ou um fenómeno complexo (...) existem casos típicos representativos, a partir dos quais se pode extravasar para o geral (Laville e Dionne, 1999: 156-157).

Neste contexto, parece-nos pertinente afirmar que o nosso objetivo não é unicamente conhecer as características de um caso particular. De acordo com Stake (1999) o principal objetivo dos estudos de caso é tornar compreensível uma determinada realidade, através da particularização, ou seja:

(...) dos casos particulares, as pessoas podem aprender muitas coisas que são gerais. Fazem-no, em parte, porque estão familiarizados com outros casos, aos quais acrescentam o novo e, assim, formam um conjunto que permite a generalização, uma oportunidade nova de poder modificar antigas generalizações (Stake, 1999: 78).

Yacuzzi (2005) sobre esta temática, conclui que a relevância do caso e a sua generalidade não são provenientes da estatística, mas sim da lógica, ou seja, as características do estudo de caso propagam-se a outros casos pela força de uma lógica explicativa.

Patton (1990) substitui o termo generalização e opta pelo termo extrapolação. A extrapolação apresenta-se com um significado mais adequado no que se refere às possibilidades de transferência de conhecimento de um caso para outro. De acordo com este autor as conclusões de um caso poderão ser extrapoladas ou transferíveis para outros casos tendo em conta as semelhanças das condições particulares e contextuais de cada situação.

Quanto à tipologia dos estudos de caso, Gil (2009) especifica que estes são preferencialmente recomendados para fases iniciais de uma investigação, sobre temas complexos, para a construção de hipóteses ou reformulação de problemas, concluindo, desta forma que, a sua maior utilidade é verificada em pesquisas exploratórias.

Yin (2005) partilha de uma opinião semelhante, no entanto afirma que da mesma forma que os estudos de caso são exploratórios, servindo para obter informação preliminar acerca do respetivo objeto de interesse, podem também ser descritivos, tendo como propósito essencial descrever, ou seja, dizer simplesmente “como é” o caso em apreço. O autor acrescenta ainda que os estudos de caso em algumas circunstâncias podem ainda ser analíticos, procurando problematizar o seu objeto, construir ou desenvolver nova teoria ou confrontá-lo com teoria já existente.

Barañano (2008) sobre esta temática estabelece uma relação entre o género de questões a que se tenta responder e o tipo de estudo. É neste ponto importante lembrar que a utilização do estudo de

caso como método de investigação “mostra-se adequado quando os tipos de questões a ser respondidas se inserem no domínio do “como” ou do “porque”, muito embora também se aplique em questões do tipo “qual?””(Barañano, 2008: 102). Tendo em conta estes tipos de questões, a autora conclui, que os estudos de caso podem ser exploratórios quando têm por objetivo responder a uma pergunta do tipo “qual?”, descritivos quando respondem a questões do tipo “como?” e explicativo ou explanatórios quando respondem a questões do tipo “porquê?”.

#### 4. Apresentação do caso escolhido

Para a realização do nosso estudo de caso escolhemos a fusão por incorporação da Optimus SGPS, S.A. na Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, SA.



A 21 de janeiro de 2013 as administrações destas duas sociedades aprovaram o projeto de fusão por incorporação da Optimus na Zon. Em resultado desta operação a totalidade dos elementos do ativo e do passivo da Optimus, tal como constam no balanço, serão transferidos a favor da ZON, passando estas duas empresas a prestar um serviço mais alargado de telecomunicações.

Embora o processo de concentração ainda não se encontre concluído<sup>114</sup>, o estudo deste caso mostra-se de relevância significativa, uma vez que está entre os processos de fusão mais complexos e com maior exposição pública ocorridos em Portugal, pois envolve duas empresas de considerável dimensão.

(...) a fusão entre a Zon Multimédia e a Optimus será, a concretizar-se, a maior operação de concentração entre duas empresas portuguesas cotadas desde 2004. Tendo em conta que os termos da operação valorizam a Zon em 150% da Optimus, o negócio poderá ter uma avaliação de 1,3 mil milhões de euros, de acordo com a cotação atual da dona da TV Cabo. Desde a OPA da Semapa à Portucel (avaliada em 1,5 mil milhões de euros segundo dados da Bloomberg), em 2004, que não havia uma operação de concentração entre duas empresas nacionais envolvendo valores tão elevados, que tenha sido bem-sucedida. E não foi por falta de tentativas, já que o historial das consolidações [concentrações] no mercado português está repleto de operações falhadas (Jornal Económico, 27-12-2012).

De acordo com o comunicado enviado à Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (doravante CMVM) a Zon, detida na sua maioria pela Kento Holding e a Unitel International Holdings, BV (ambas detidas pela Engenheira Isabel dos Santos) irá incorporar a Optimus, detida pela Sonaecom<sup>115</sup>.

<sup>114</sup>Encontra-se até à data a aguardar a decisão final da Autoridade da Concorrência.

<sup>115</sup>É importante salientar, que embora durante muito tempo se tenha especulado sobre a incorporação da Sonaecom na ZON, a fusão irá apenas realizar-se ao nível das operadoras de telecomunicações, aproveitando a complementaridade entre o negócio de televisão paga da ZON e os clientes móveis da Optimus. De fora fica a Software e Sistemas de Informação (SSI), que agrega as empresas de tecnologia da Sonaecom, e ainda a área dos *media*, onde se integra o jornal "Público" – que está a passar por um processo de reestruturação e de corte de custos superior a três milhões de euros. A Sonaecom

A fusão destas empresas permitirá obter uma otimização de recursos significativa e uma maior eficiência e rentabilidade que servirão de alavanca para o reforço da capacidade de investimento da entidade resultante em novos mercados (sobretudo em mercados emergentes) e em novos produtos, com maior qualidade e competitividade.

Da mesma forma, esta operação proporcionará uma consolidação do setor das telecomunicações português com maior potencial para intensificar os níveis de concorrência entre os operadores, permitindo, designadamente, a criação e lançamento de ofertas integradas de serviços (voz fixa, voz móvel, televisão por subscrição e banda larga – *quadruple play*), com novas funcionalidades e preços mais competitivos, tendo em conta a complementaridade das respetivas atividades e infraestruturas – as da Zon viradas, em particular, para o segmento das comunicações fixas a nível nacional (televisão por subscrição e banda larga fixa), e as da Optimus para o segmento das comunicações móveis a nível nacional (voz e banda larga móvel).

Com efeito, conclui-se que esta operação será vantajosa, não apenas para ambas as empresas mas também para os consumidores finais, dado que verão aumentada a concorrência no mercado<sup>116</sup> e como consequência haverá uma oferta de produtos mais diversificada com preços mais competitivos.

A escolha deste caso mostra-se pertinente. Por ser, como referimos, um caso complexo que envolve duas grandes empresas nacionais do ramo das telecomunicações, levar-nos-á a compreender todas as etapas e implicações que um processo de fusão pode ter, ou seja, compreendendo aquilo que é complexo, mais facilmente conseguiremos generalizar para outros casos de fusão mais simples.

Neste sentido através deste caso concreto, procederemos à análise das motivações, à descrição dos métodos de avaliação utilizados, às diversas fases do processo jurídico e contabilístico e os respetivos impactos fiscais verificando a presença/ausência dos fatores apontados na doutrina e nas normas contabilísticas, societárias e fiscais conforme abordamos na primeira parte da nossa investigação.

## 5. Recolha de informação

De acordo com Lima *et al.* (2012) a recolha de informação através de diversas fontes constitui um princípio básico de todos os estudos de caso que não pode ser descartado. Conforme o autor esta imposição assegura a qualidade e fiabilidade dos resultados obtidos.

O recurso a fontes documentais foi no contexto do nosso trabalho a principal fonte de informação.

As fontes documentais relacionadas com a temática é uma estratégia básica num estudo de caso. Estas fontes podem ser diversas: relatórios, propostas, planos, registos institucionais internos, comunicados, *dossiers*, etc. A informação recolhida pode servir para contextualizar o caso, acrescentar informação ou para validar evidências de outras fontes (Meirinhos e Osório, 2010: 62).

---

deverá manter-se como detentora destas unidades, que não serão integradas nos ativos a incorporar pela fusão.

116 A operadora resultante da operação será a única a aproximar-se-á do incumbente de mercado – a PT – pelo que veremos um aumento da concorrência no mercado.

Desta forma será essencial a utilização de dados secundários<sup>117</sup>, com base nas informações disponíveis sobre as empresas nos respetivos *sites*. Através desta fonte de informação podemos aceder às contas das empresas, aos seus relatórios e contas, ao projeto de fusão assim como outros documentos relevantes à análise de todo o processo de fusão em curso<sup>118</sup>.

Realizamos ainda entrevistas a profissionais diretamente ligados à operação. Esta técnica de recolha de informação adquire bastante importância em trabalhos que utilizam métodos de investigação como o nosso, pois através dela o investigador percebe a forma como os sujeitos interpretam as suas vivências já que é utilizada para recolher dados descritos na linguagem do próprio sujeito, permitindo ao investigador desenvolver intuitivamente uma ideia sobre a maneira como os sujeitos interpretam aspetos do mundo (Major e Vieira, 2009).

A entrevista é considerada uma interação verbal entre, pelo menos, duas pessoas: o entrevistado, que fornece respostas, e o entrevistador, que solicita informação para, a partir de uma sistematização e interpretação adequada, extrair conclusões sobre o estudo em causa, configurando um ótimo instrumento para captar a diversidade de descrições e interpretações que as pessoas têm sobre a realidade (Meirinhos e Osório, 2010: 63).

De acordo com Flick (2004), Major e Vieira (2009), Yin (2009), Meirinhos e Osório (2010), entre tantos outros, a utilização de entrevistas em estudos de caso, assume maior relevância quando são realizadas de forma semi-estruturada. Atualmente, as entrevistas semi-estruturadas têm suscitado bastante interesse pelo facto de ser mais provável que os sujeitos entrevistados expressem os seus pontos de vista numa situação de entrevista desenhada de forma relativamente aberta do que numa entrevista estandardizada ou num questionário<sup>119</sup>.

As entrevistas realizadas a alguns profissionais diretamente ligados à operação de fusão em análise foi realizada de forma semi-estruturada, versando essencialmente sobre os aspetos que não ficaram esclarecidos através dos dados obtidos pelas fontes documentais. Todavia, pelo facto do processo ainda não estar concluído as entrevistas ajudaram-nos a aferir como será efetuada a integração pós-fusão que, como vimos no Capítulo 1 da primeira parte do nosso trabalho, é uma das fases essenciais para o sucesso da operação de concentração em análise. Uma vez que realizamos uma vasta pesquisa de informação divulgada pela comunicação social, estas entrevistas mostraram-se de elevada importância como forma de validação desses dados.

Importa salientar que as entrevistas foram agendadas em contactos prévios, nos quais foram esclarecidos os objetivos e os temas a serem abordados nas mesmas.

---

117 Os dados secundários são dados previamente recolhidos por outros investigadores ou instituições e com objetivos diferentes dos posteriores utilizadores (Barañano: 2008: 79).

118 Cabe ressaltar que tanto a Zon como a Optimus têm valores cotados na Euronext Lisboa, pelo que as informações financeiras objeto de análise são auditadas e utilizadas pela comunidade financeira nacional e internacional.

119 Ou seja, a entrevista semi-estruturada não segue uma ordem pré-estabelecida na formulação das perguntas, deixando maior flexibilidade para colocar essas perguntas no momento mais apropriado, conforme as repostas do entrevistado.



## **6. Procedimentos adotados para análise de dados**

Como tivemos oportunidade de referir no ponto anterior, a recolha de informação relevante para um caso de estudo é realizada a partir de diversas fontes. A vantagem mais importante para a utilização de fontes múltiplas de evidência é o desenvolvimento de linhas convergentes de investigação, enquanto processo de triangulação.

A triangulação aparece como um conceito comum e importante na metodologia qualitativa e de estudo de caso. Autores como Yin (2005, 2009), Stake (1994; 1999) e Flinck (2004), apresentam a triangulação como uma estratégia de validação, na medida em que torna possível a combinação de metodologias para estudo do mesmo fenómeno. Por outras palavras, a triangulação permite obter de duas ou mais fontes de informação, dados referentes ao mesmo acontecimento, a fim de aumentar a fiabilidade da informação recolhida. Nas palavras de Yin (2005) a melhor forma de por em prática a triangulação de dados é formular a mesma questão a dados de diferentes fontes. Se todas as fontes indicarem as mesmas respostas, os dados foram triangulados com sucesso.

Desta forma procuraremos proceder a uma triangulação dos dados, de forma a perceber quais as motivações para a operação de fusão e quais os fatores que influenciaram na avaliação das empresas que está por detrás da relação de troca estabelecida. Posteriormente, procederemos à análise do processo jurídico, contabilístico e fiscal. Neste ponto a triangulação será feita de acordo com os dados apresentados pela empresa com a análise teórica feita na primeira parte do estudo. Tentaremos ver se o processo apresenta as formalidades aí descritas ou se apresenta algum tipo de particularidade.

## **7. Limitações do estudo**

Têm sido apontadas algumas limitações ao estudo de caso como metodologia de investigação. De acordo com Yin (2005) apesar desta técnica, em algumas situações, apresentar falta de rigor, existem formas de evidenciar validade ao estudo, nomeadamente a recolha de informação de diversas fontes associada a uma posterior triangulação das mesmas.

Uma das críticas frequentemente apresentada a este tipo de análise prende-se com a influência do investigador os resultados obtidos. Como tivemos oportunidade referir nos pontos anteriores, em contraste com os métodos unicamente quantitativos, nos estudos de caso o investigador tem um papel ativo, podendo tecer juízos de valor, bem como dar a sua opinião sobre as diversas problemáticas abordadas ao longo da análise. Quando o investigador não tem um conhecimento alargado sobre a temática do estudo de caso e a realidade em que o mesmo se insere, pode “contaminar” a análise através de falsas evidências ou visões distorcidas.

Neste sentido, procurámos ter uma visão alargada sobre o caso em estudo assim como a sua envolvente. Começamos, na primeira parte deste trabalho, com uma revisão teórica que abrange as diversas áreas relevantes numa operação de fusão. Aí abordamos as principais questões financeiras,

societárias, contabilísticas e fiscais no que respeita às operações de fusão. Adicionalmente, como forma de perceber o objeto de estudo e o meio em que se insere, faremos, no ponto seguinte, ainda que de forma sucinta, uma análise ao setor das telecomunicações em Portugal e às empresas envolvidas na operação.

Devemos ainda salientar que para além das informações fornecidas pelas empresas nos seus *sites* e das entrevistas realizadas com os profissionais responsáveis pela fusão, procurámos informações complementares através de uma revisão dos diversos artigos publicados em jornais e revistas, dada a exposição mediática que esta operação está a ter na comunicação social, de forma a aumentar o conhecimento sobre este caso particular.

Outra crítica geralmente feita aos estudos de caso, de acordo com Araújo *et al.* (2008), é a pouca base para generalizações, no entanto:

(...) é importante lembrar que o que se procura é generalizar proposições teóricas (modelos) e não proposições sobre populações. Nesse sentido, os estudos de casos múltiplos e /ou as replicações de um estudo de caso com outras amostras podem indicar o grau de generalização de proposições.

Estas são normalmente as limitações apresentadas à generalidade dos estudos de caso. Não obstante, convém lembrar que qualquer método de investigação apresenta as suas limitações e que o estudo de caso, apesar de ter as suas restrições representa um método de investigação relevante, sobretudo porque assenta numa perspetiva intensiva e aprofundada de um determinado objeto de estudo, que se encontra extremamente bem definido e que visa compreender a singularidade e a globalidade do caso em simultâneo.

## CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DO SETOR E DAS EMPRESAS

### 1. Introdução

Conforme tivemos oportunidade de referir quando estudámos as etapas a seguir na realização de um estudo de caso é importante conhecer o ambiente em que os objetos de estudo se encontram. Assim, antes de avançarmos para a análise das empresas envolvidas no processo de fusão, é relevante realizarmos uma análise ao setor das telecomunicações em Portugal, dado que o nosso objeto de estudo (empresas a fundir: Zon e Optimus) se insere nesse setor. Este é um setor de elevada importância em qualquer economia, apresentando, de acordo com os dados mais recentes disponíveis um peso de 3,82% no produto interno bruto (PIB) nacional<sup>120</sup>.

A tabela seguinte apresenta as receitas geradas pelo referido setor no último quinquénio:

Fonte: ICP – ANACOM e Banco de Portugal

Milhões de euros	2007	2008	2009	2010	2011
Receitas do sector	7 761	7 706	7 571	7 600	6 527
Receitas/PIB	4,50%	4,48%	4,49%	4,40%	3,8

**Tabela 1.1:** Receitas geradas pelo setor das telecomunicações

Como podemos constatar, pela informação presente na tabela anterior, a contribuição do setor das telecomunicações para o PIB português decresceu de 4,5%, em 2007, para 3,82% em 2011. Apesar da redução, esta é uma contribuição elevada quando comparada com a média nos países da OCDE que, de acordo com o *OECD Communications Outlook 2013*, situa-se nos 3%.

Para a realização desta análise optamos por dividir o setor das telecomunicações em quatro segmentos: (i) televisão por subscrição; (ii) *Internet* fixa e móvel; (iii) telefone fixo e (iv) comunicações móveis.

Todos os dados relativos ao mercado das telecomunicações, apresentados nos pontos seguintes, foram obtidos dos relatórios trimestrais da ANACOM relativos ao 4.º trimestre de 2012 e ao 1.º trimestre de 2013<sup>121</sup> e do Anuário do Setor das Comunicações de 2012 da mesma instituição.

Posteriormente procederemos a uma análise das empresas que integrarão a operação de fusão em estudo. Para a realização desta análise usaremos essencialmente a informação constante nos *sites* das empresas, assim como os seus relatórios e contas.

<sup>120</sup> De acordo com o Anuário do Setor das Comunicações de 2012, apresentado pela ANACOM em novembro de 2012.

<sup>121</sup> Informação estatística do serviço de Acesso à Internet, Serviço Telefone Fixo, Serviço Telefónico móvel, e Serviço de Televisão por Subscrição.

## 2. Análise do Setor

### 2.1. Televisão por subscrição

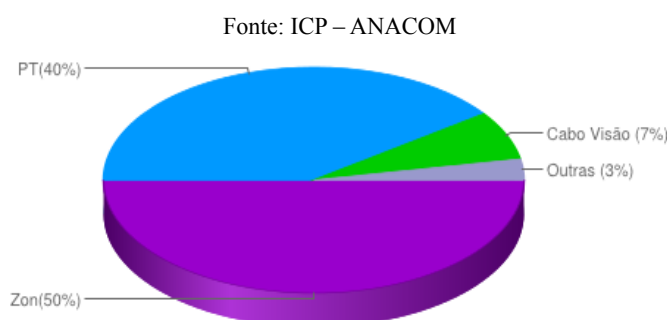
No final do primeiro trimestre de 2013 existiam cerca de 3,13 milhões de assinantes de TV por subscrição. De acordo com a ANACOM, houve um crescimento deste serviço no primeiro trimestre deste ano devido às ofertas suportadas em fibra ótica, que aumentaram 5,2 em relação ao trimestre anterior. No final do primeiro trimestre de 2013, o serviço de distribuição de TV por cabo representava 46,2% do total dos assinantes, enquanto o DTH representava 20,7% e o xDSL representava 19,9%. O peso da fibra ótica (FTTH/B) continua a aumentar, representando neste momento cerca de 13,2% do total de assinantes.

A principal forma de comercialização do serviço de televisão por subscrição são as ofertas em pacote, ou seja, combinado com outros serviços, nomeadamente, telefone fixo, *Internet*, e/ou telemóvel. Conforme os dados da tabela seguinte estima-se que cerca de 74% dos assinantes do serviço de TV por subscrição dispunha deste serviço integrado em pacote.

Fonte: ICP – ANACOM	Unidades: 1000 assinantes; %	
	13T1	
Só TV	807,3	25,80%
Pacote <i>Double play</i>	494,3	15,80%
Pacote <i>triple/quadruple/quintuple play</i>	1 827,3	58,40%
Total de assinantes TV integrado em pacote de serviços	2 321,6	74,20%

**Tabela 2.1:** Assinantes do serviço TV por subscrição por tipo de oferta contratuada

Quanto à quotas de mercado, neste segmento, o Grupo Zon continua a deter a quota mais elevada de assinantes (49,7%), apesar de ter vindo a perder algum terreno para a PT que detém atualmente uma quota de 39,9%. A Cabovisão, a Vodafone e a Optimus possuem quotas de 7,6%, 1,4% e 1,2% respetivamente.



**Gráfico 2.1:** Quotas de mercado do segmento de TV por subscrição

Quanto às receitas deste segmento das telecomunicações, a ANACOM avançou com valores referentes ao primeiro trimestre de 2013 que ascendem os 312,4 milhões de euros. Este valor inclui tanto o serviço de televisão por subscrição *stand-alone* como em pacotes de serviços. A manter-se este montante, espera-se que o valor das receitas de televisão por subscrição alcance os 1.300 milhões de euros em 2013.

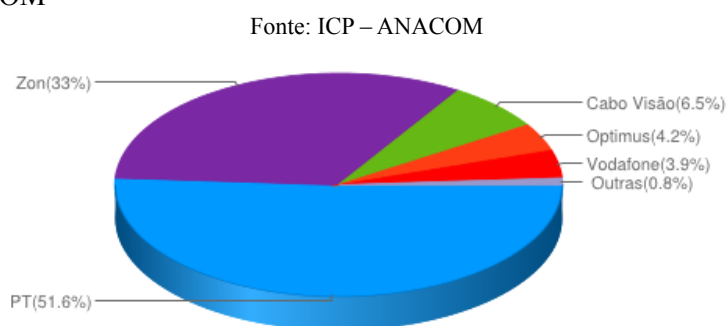
## 2.2. Internet fixa e móvel

A taxa de penetração<sup>122</sup> do serviço de acesso à *Internet* em local fixo situa-se, em 23%, no caso dos acessos fixos e em 33,3% no caso dos acessos móveis com utilização efetiva. De acordo com os dados mais recentes da ANACOM, existem atualmente cerca de 2,4 milhões de acessos fixos à *internet* e 3,52 milhões utilizadores de *Internet* em banda larga móvel, dos quais 936 mil através de placas/modems.

A principal tecnologia de acesso à *Internet* em banda larga fixa continua a ser o ADSL (44,5%), seguindo-se o *modem* cabo (39,4%) e a *Internet* sobre fibra ótica – FTTH/B (15,9%), sendo esta forma de acesso a que mais tem crescido. No caso da banda larga móvel, cerca de 26,6% dos acessos correspondiam a placas/modems USB utilizados para aceder à *Internet* através de computadores, contudo esta forma de acesso encontra-se em queda. Conforme a informação disponibilizada pela ANACOM a evolução deste serviço tem sido impulsionada, sobretudo, pelo aumento de utilizadores de *smartphones*<sup>123</sup>.

Em termos de quotas de mercado dos acessos através de banda larga fixa, a PT é *líder*, seguindo-se a Zon. Na gráfico seguinte podemos observar as quotas dos diversos operadores de acordo com os últimos dados publicados pela ANACOM.

Fonte: ICP – ANACOM

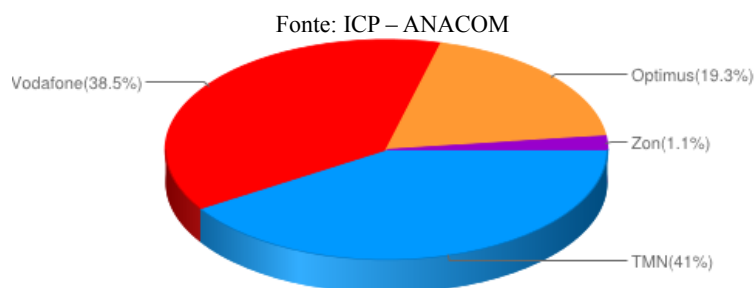


**Gráfico 2.2:** Quotas de mercado Banda Larga Fixa

<sup>122</sup> Taxa de penetração do serviço de *internet* = Número estações habilitadas a prestar o serviço ÷ Número de habitantes. Os valores para a população utilizados no cálculo desta taxa de penetração, assim como das que apresentaremos nos pontos seguintes, foram atualizados tendo em conta a publicação dos Resultados Definitivos dos Censos 2011 do Instituto Nacional de Estatística em Novembro de 2012.

<sup>123</sup> De acordo com o barómetro de telecomunicações da Marktest, a penetração da *Internet* através de telemóvel cresceu 3,3% no primeiro trimestre de 2013. Neste período, cerca de 19,2% dos inquiridos tinha *Internet* através do telemóvel. Foram sobretudo jovens na faixa etária dos 15/24 anos, residentes nas grandes cidades e pertencentes às classes sociais mais elevadas (A/B), quem mais contribuiu para o aumento da penetração de *Internet* através do telemóvel.

No que se refere às quotas de clientes de banda larga móvel, a TMN lidera com cerca de 41% dos clientes, seguindo-se a Vodafone e a Optimus com 38,5% e 19,3% respetivamente, enquanto a Zon e a Lycamobile apresentam uma quota bastante reduzida, de 1,1% e 0,1% respetivamente.



**Gráfico 2.3:** Quotas de mercado de Banda larga móvel

No final o 1.º trimestre de 2013, o total de receitas provenientes do serviço de acesso à *Internet* fixa *stand-alone* e de pacotes de serviços que incluem este serviço, totalizou cerca de 250 milhões de euros, esperando-se que o valor das receitas totais para este ano ultrapasse os 1000 milhões de euros.

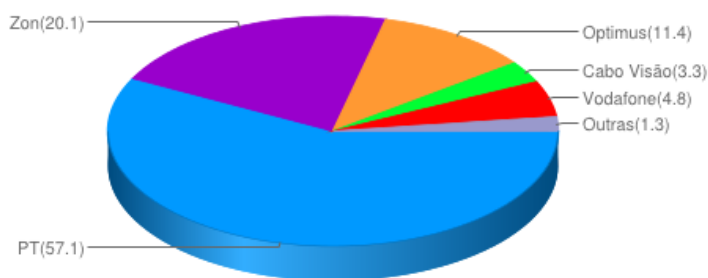
No que se refere às receitas do serviço de acesso à Internet móvel, estas atingiram os 86,6 milhões de euros no primeiro trimestre de 2013, esperando-se que ascendam até ao final do ano a 350 milhões de euros.

### 2.3. Telefone Fixo

A taxa de penetração dos acessos telefónicos principais atingiu neste trimestre 43%. Apesar da tendência de aumento gradual da penetração verificada desde o 2009 devido ao desenvolvimento das redes alternativas e das ofertas *multiple play*, de acordo com a ANACOM nos dois últimos trimestres (quarto trimestre de 2012 e primeiro de 2013) assistiu-se a uma ligeira redução da penetração deste serviço, a qual poderá possivelmente estar relacionada com a atual conjuntura económica.

De acordo com os dados mais recentes divulgados pela ANACOM, o grupo PT é líder neste segmento, sendo responsável por 57,1% do total dos acessos principais. O Grupo Zon é o segundo maior operador, com uma quota de 20,1% dos acessos. Segue-se a Optimus a Cabovisão e a Vodafone com 11,4%, 5,3% e 4,8% respetivamente.

Fonte: ICP – ANACOM



**Gráfico 2.4:** Quotas de mercado do serviço de telefone fixo

No que diz respeito às receitas do sistema de telefone fixo individualizado e integrado em pacotes de serviços, em 2012, estas ascenderam a cerca de 1,9 mil milhões de euros<sup>124</sup>. Já em 2013, de acordo com o relatório trimestral da ANACOM, registou-se no primeiro trimestre um total de receitas de 368 milhões de euros, sendo que cerca de 129,5 milhões de euros (35,2%) correspondem a ofertas de telefone fixo *stand-alone*, 41,5 milhões de euros (11,3%) provêm de ofertas *dobble play* e 196,5 milhões de euros (53,5%) advêm de ofertas *triple play*.

## 2.4. Comunicações móveis

O mercado das comunicações móveis encontra-se bastante saturado. De acordo com os dados da ANACOM referentes ao primeiro trimestre do presente ano, a taxa de penetração das comunicações móveis<sup>125</sup> ascendeu a 158%, sendo que, conforme os números apresentados pelo Barómetro de Telecomunicações da Marktest, 92,1% dos residentes em Portugal são clientes de comunicações móveis. A diferença entre a penetração e este valor deve-se a vários fatores, por exemplo, o facto de existirem utilizadores que dispõem de mais do que um cartão de acesso ao serviço.

Conforme os dados recentemente divulgados pela ANACOM existem cerca de 16,7 milhões de estações móveis habilitadas a utilizar o serviço de comunicação móvel, associadas a planos tarifários pós-pagos, pré-pagos e planos combinados/híbridos<sup>126</sup>, sendo que destas, apenas 13,1 milhões (78%) foram efetivamente utilizadas. Apesar destes valores estarem dentro do intervalo de previsão resultante da tendência histórica, verificou-se uma diminuição de 1,5% em relação ao último trimestre de 2012, apresentando o valor mais baixo desde o segundo trimestre de 2010. Contudo, a penetração de

<sup>124</sup> Estima-se que as receitas individualizadas do sistema de telefone fixo representam 32,7% da receita total.

<sup>125</sup> Taxa de penetração das comunicações móveis = Número de telemóveis ÷ Número de habitantes. Os valores para a população foram atualizados tendo em conta a publicação dos Resultados Definitivos dos Censos 2011 do Instituto Nacional de Estatística em Novembro de 2012. Por esta razão, este indicador não é diretamente comparável com os divulgados em trimestres anteriores.

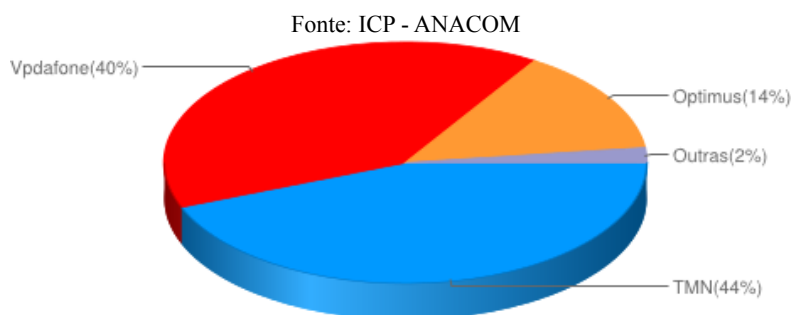
<sup>126</sup> De acordo com os dados publicados pela ANACOM os planos pré-pagos continuam a ser a principal oferta tarifária do serviço (70,9%). No entanto, tem-se registado um aumento da proporção de planos pré-pagos sem carregamentos obrigatórios que, em março de 2013, se terão convertido na principal modalidade de pré-pagos (41,3%).

*smartphones* continua a aumentar, tendo atingido 35,6% em março de 2013.

Como referimos, a taxa de penetração das comunicações móveis evidencia a saturação em que o mercado se encontra. Esta saturação tem como consequência uma competição muito elevada para a aquisição e retenção de clientes. Estando o mercado móvel de voz sem perspectivas de crescimento, os operadores, têm vindo, nos últimos anos, a apostar no serviço de *Internet* móvel, segmento que se encontra em expansão.

Com efeito, o crescimento de clientes no serviço de *Internet* móvel tem tido um aumento substancial no decorrer dos últimos anos. De acordo com os dados da ANACOM para o primeiro trimestre de 2013, o número de utilizadores ativos e que efetivamente utilizam serviços característicos de 3.<sup>a</sup> e 4.<sup>a</sup> geração (video-chamada, transmissão de dados em banda larga, *Mobile TV*, etc.) é de cerca de 4,3 milhões, ou seja, 32,9% do total de estações móveis com utilização efetiva.

De acordo com os últimos dados publicados pela ANACOM, constatamos que atualmente a TMN é líder no mercado de telecomunicações móveis, seguindo-se a Vodafone e a Optimus. As restantes operadoras apresentam uma quota diminuta, que no seu conjunto não representam mais que 2% das estações móveis.



**Gráfico 2.5:** Quotas de mercado do Serviço de Comunicações Móveis

No que respeita ao volume de receitas dos serviços de comunicação móvel, conforme os dados da ANACOM, referentes ao primeiro trimestre de 2013, este ascende a 530 milhões de euros. Mantendo este nível de receitas, o volume de receitas em 2013 poderá ascender a 2.120 milhões de euros.

Analizado, ainda que de forma muito superficial, o setor das telecomunicações em Portugal, nos pontos seguintes introduziremos as empresas envolvidas na operação de fusão, onde apresentaremos os principais serviços de cada uma delas.

### 3. Análise das empresas envolvidas na operação de fusão

#### 3.1. Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.



### 3.1.1. Descrição da empresa

A Zon Multimédia, Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. (doravante “grupo Zon” ou simplesmente “Zon”) é um grupo empresarial português, que tem vindo a afirmar-se como um operador completo, oferecendo uma gama de produtos e serviços de entretenimento.

Apesar da marca Zon existir apenas desde 2008, a sua história já é longa. Esta empresa tal como a conhecemos hoje, sofreu várias alterações ao longo dos anos, sendo o resultado da integração de várias empresas, com diferentes culturas, que ao longo do tempo se foram unindo à volta de um projeto comum. Neste ponto faremos uma breve revisão do percurso desta empresa desde a sua constituição até ao presente.

Em 1993 a Portugal Telecom<sup>127</sup> deu origem à TV Cabo, sob a designação CATVP, TV Cabo Portugal, S.A.. Mais tarde, em 1999, com o objetivo de centralizar as atividades de *Internet* e multimédia, foi criada a PT Multimédia, Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A., uma *holding* do grupo Portugal Telecom, onde foi incorporada a TV Cabo. Na oferta pública de venda (OPV) no mesmo ano, a PT ficou detentora da maioria do capital social da PT Multimédia (cerca de 58% do capital).

Em 2003 ocorreu a incorporação da Lusomundo, SGPS, S.A., na CATVP, TV Cabo Portugal, S.A. e posterior transferência global do património para a PT Multimédia.

Mais tarde, em 2005, a Sonaecom com o objetivo de dar dimensão à empresa e melhorar o ambiente competitivo no setor lançou uma OPA ao capital da Portugal Telecom e da PT Multimédia, que foi rejeitada. O fracasso desta OPA teve como consequência o *spin-off* entre a PT Comunicações e a PT Multimédia. A conclusão deste processo, em novembro de 2007, ditou a separação da CATVP, TV Cabo, S.A. do Grupo PT, tornando-se estas operadoras concorrentes.

Em janeiro de 2008, na tentativa de desvinculação total da Portugal Telecom, a CATVP, TV Cabo adotou a designação Zon Multimédia. Este grupo, é hoje um operador completo multimédia que propõe às famílias e às empresas uma oferta digital integrada de produtos, serviços de entretenimento e comunicações pessoais fixas e móveis.

Presentemente, a Zon é uma empresa de referência do PSI20 que atua principalmente no mercado de comunicações nacional, com negócios nas áreas de televisão por subscrição, banda larga e comunicações de voz (Zon TV Cabo), publicidade e distribuição de canais de televisão por subscrição (Zon Conteúdos), exibição e distribuição de cinema (Zon Lusomundo), distribuição de vídeo e direitos audiovisuais (Zon Audiovisuais). Sendo líder no mercado de *pay TV* e exibição cinematográfica e segundo maior *Internet provider*, à escala nacional.

No contexto do nosso estudo, destaca-se, a sociedade Zon TV Cabo Portugal, S.A. – detida a 100% pela Zon – que exerce a atividade de operador de comunicações de rede fixa e de prestador de serviços de comunicações móveis, detendo e explorando uma rede de nova geração (RNG) com

---

<sup>127</sup> Naquele momento com a designação Telecom Portugal, S.A.

cobertura extensiva do território nacional (continente e ilhas). Este operador oferece uma grande diversidade de serviços de comunicações, nomeadamente ofertas comerciais de retalho de voz, dados e televisão, a clientes residenciais e empresariais em Portugal.

O grupo Zon detém, ainda, participações em sociedades que prestam serviços de televisão por subscrição e que, sob a marca ZAP, operam em Angola e Moçambique com elevado sucesso comercial.

Por último, o grupo Zon detém ainda participações no capital social da Dreamia – Serviços de Televisão, S.A. e da Sport TV Portugal, S.A., sociedades que efetuam a produção de canais e conteúdos nas áreas de entretenimento e de desporto.

A figura seguinte resume as áreas de negócio que compõem o Grupo ZON.

Fonte: Relatório de gestão do Grupo Zon, 2012



**Figura 3.1:** Organograma do Grupo Zon

Apresentando alguns valores referentes à empresa, de acordo com o Relatório e Contas de 2012, o volume de negócios (nacional e internacional) cresceu de 854, 8 milhões de euros em 2011 para 858,6 milhões de euros em 2012 tendo o EBITDA crescido de 311,2 milhões de euros para 312,9 milhões de euros. O *free cash flow* mais que duplicou de 51,5 milhões de euros em 2011 para 106,5 milhões de euros em 2012.

Convém ainda referir que a Zon e as suas participadas em Portugal e Moçambique tem cerca 1 622 colaboradores diretos.

Fonte: Relatório de gestão da ZON, 2012.

ZON TV Cabo <sup>(1)</sup>	973
ZON Audiovisuais e ZON Conteúdos	98
ZON Lusomundo Cinemas <sup>(2)</sup>	472
Empresas Participadas <sup>(3)</sup>	179
Grupo ZON Multimédia	1622

(1) Inclui a ZON Multimédia, SGPS, ZON TVCabo, ZON Madeira e ZON Açores

(2) Inclui a Lusomundo Moçambique

(3) Inclui a Dreamia (50%), Sport TV (50%), Upstar (30%), Finstar (30%) e Mstar (30%)

**Tabela 3.1:** Número médio de trabalhadores (Dados de 2012)

Para além do emprego direto, a ZON contribui indiretamente para o emprego de cerca de seis mil pessoas através de subcontratação nas operações de vendas e atenção ao cliente (porta-a-porta, engenharia de instalação, *call centers*, assistência técnica).

No ponto seguinte, apresentaremos os principais serviços oferecidos pela ZON.

### 3.1.2. Produtos e serviços

Conforme referimos anteriormente, a Zon é líder do mercado de TV por subscrição em Portugal. É, igualmente, líder em serviços de banda larga de nova geração (Zon Fibra) e na distribuição e exibição cinematográfica, sendo também o único operador de telefone fixo a crescer. Neste ponto faremos referência a alguns dos serviços atualmente oferecidos pela Zon. Focaremos a nossa análise no sector das telecomunicações, por ser este o segmento de negócio da Zon que, no contexto do nosso trabalho, mais nos interessa.

O número de clientes cabo, de acordo com os dados mais recentes, referentes a 2012, ascende a 1,2 milhões registando-se um crescimento anual marginal de 0,4%, refletindo o facto dos serviços *triple play* se terem transformado numa peça chave do consumo doméstico. Quanto aos clientes de banda larga estes rondam os 800 mil, sendo que a percentagem de clientes de cabo que subscrevem serviços de banda larga cifra-se agora nos 66,2%. No que respeita ao serviço de voz fixa, este ano já se registou um aumento de mais de 9,4 mil clientes, para um total de 985,8 mil subscritores, representando uma penetração de 79,9% da base de clientes de cabo.

Não obstante, atualmente destaca-se a procura do serviço *triple play*. Os clientes deste serviço continuam a aumentar<sup>128</sup> oscilando à volta dos 781,5 mil, o que representa uma penetração de 64,6% da base de clientes de cabo, um dos níveis mais elevados do setor. Neste sentido conclui-se que apesar da difícil situação económica que se vive atualmente em Portugal, as famílias têm vindo a reter os seus serviços de comunicações e de entretenimento domésticos.

Durante o primeiro trimestre de 2013, registou-se um recorde de adesões à IRIS – serviço *triple play* topo de gama –, com 50 mil adições líquidas no primeiro trimestre de 2013, elevando o total

<sup>128</sup> Registou-se um aumento de 9,2% no primeiro trimestre deste ano.

de clientes deste serviço para os 285 mil (o que representa cerca de 23,5% da base de subscritores cabo). Existem quatro pacotes IRIS que variam entre 44,99 euros e 62,99 euros/mês, consoante o número de canais, velocidade da internet e outros serviços adicionais. Recentemente foi lançado o IRIS 4+ que ao conjunto TV, internet e telefone fixo combina ainda as comunicações móveis de voz e Internet (*quadruple play*). Este serviço encontra-se atualmente disponível por 69,99 euros/mês. O lançamento desta nova oferta foi uma resposta ao pacote M4O da PT, lançado no início do ano, e também ao Vodafone Red da Vodafone. A Zon não tem operação móvel própria, fornecendo o serviço como operador móvel virtual na rede da Vodafone, pelo que a fusão com a operação móvel da Optimus otimizará a vantagem competitiva da empresa.

No início do presente ano, a Zon foi considerada pela ECSI (*European Customer Satisfaction Index*) como a melhor operadora TV, banda larga e voz fixa (*triple play*) em Portugal<sup>129</sup> e o *timewarp* – serviço de gravação simplificada que permite aos clientes navegar e assistir à programação dos últimos sete dias – como o melhor novo produto de TV em termos de *Marketing* e inovação. Paralelamente, o serviço Zon Online, que replica a interface IRIS para *laptops* e *tablets*, foi votado como o melhor serviço móvel de TV nos prémios da indústria “TV Connect”. Este serviço, criado em 2011, foi recentemente, em maio de 2012, estendido aos *smartphones*, com o lançamento da aplicação para iphone, tornando-se assim em mais um incentivo para que os clientes façam um *upgrade* para os pacotes IRIS.

A nível internacional a Zap continua a registar um crescimento significativo em Angola e Moçambique com receitas totais a rondar os 33,4 milhões de euros. Em 2012, e à semelhança do que se tem verificado nos últimos anos, a Angola e Moçambique foram mercados de forte crescimento económico. O mercado de televisão paga tem naturalmente acompanhado o crescimento das economias destes países. Com efeito, a Zap<sup>130</sup>, tornou-se, um dos principais dinamizadores, oferecendo os seus clientes três pacotes de canais: Zap Mini, com cerca de 50 canais, Zap Max, com cerca de 100 canais e Zap Premium, com mais de 130 canais com um preço de, aproximadamente, 15 USD, 30 USD e 60 USD, respetivamente.

### 3.1.3. Estrutura Acionista

Na tabela seguinte é possível observar a estrutura acionista do grupo Zon, a 15 de julho de 2013, em número de ações e percentagem de capital detido.

---

<sup>129</sup> Pelo terceiro ano consecutivo, os consumidores votaram na Zon como melhor operador de TV por subscrição e este ano a Zon obteve o primeiro lugar nos três serviços, com uma pontuação de 7,78 na TV por subscrição, 7,43 na banda larga fixa e 7,61 na voz fixa, o que compara com uma média dos restantes operadores de 7,23, 7,15 e 7,39, respetivamente.

<sup>130</sup> O Grupo Zon detém, como já tivemos oportunidade de referir, uma participação de 50% do capital social da Zap.

Acionistas	N.º de Ações	% do capital social
Unitel Internacional Holdings, B.V.	58.102.094	18,81%
Kento Holding Limited	30.909.683	10,00%
Banco BPI, S.A.	23.428.598	7,58%
Espírito Santo Irmãos, SGPS, S.A.	15.455.000	5,00%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira	14.955.684	4,84%
Fundação José Berardo	13.408.982	4,34%
Ongoing Strategy Investments, SGPS, S.A.	10.162.250	3,29%
Bank of America Corporation	6.936.985	2,24%
Blackrock, Inc.	6.861.380	2,22%
Grupo Visabeira, SGPS, S.A. (6)	6.641.930	2,15%
Norges Bank	6.379.164	2,06%
Zadig Gestion (Luxembourg) S.A.	6.300.000	2,038%
Metalgest - Sociedade de Gestão, SGPS, S.A. (4)	3.985.488	1,29%
Acionistas institucionais	203.572.238	65,86%
<i>Free Float</i>	105.526.210	34,14%
Total	309.098.448	100,00%

**Tabela 3.2:** Estrutura acionista da Zon

Apresentada, sumariamente a descrição da Zon, no ponto seguinte procederemos à descrição da Optimus.

### 3.2. Optimus, SGPS, S.A.

#### 3.2.1. Descrição da empresa

A Optimus SGPS, S.A. é a empresa que controla atualmente o negócio de telecomunicações da Sonaecom SGPS, S.A., uma sub-holding do grupo Sonae. Esta empresa foi constituída no final de 1997, após ter obtido a terceira licença para operador de telecomunicações móveis<sup>131</sup>. O seu lançamento comercial ocorreu a 15 de setembro de 1998, atingindo nas primeiras cinco semanas 100 mil clientes.

Foram diversos os acontecimentos que transformaram a Optimus na empresa que conhecemos hoje. Neste ponto faremos referência a alguns dos serviços, campanhas e acontecimentos que marcam a história desta empresa de forma a melhor percebermos a sua realidade e o contexto em que se insere.

<sup>131</sup> A Optimus juntou-se a outros dois operadores, TMN e Telecel (atual Vodafone), que continuam a ser os seus principais concorrentes no presente.

A entrada desta operadora no mercado aumentou a competitividade, levando à descida do preço médio das chamadas móveis, a quebra nos preços das chamadas internacionais, a dinamização do serviço de SMS.

Depois de, em 1998, ter-se lançado no mercado com a campanha de pré-adesão "Pioneiros", em 1999, lança o projeto Táxi Digital, criou o conceito de recargas flexíveis e lançou um serviço de informação por SMS.

No ano de 2000, a Optimus libertou o consumidor de assinaturas e recarregamentos obrigatórios ao lançar um novo plano tarifário livre de qualquer obrigação. Mais tarde, em 2002, a operadora lançou o serviço MMS e quebrou com o conceito de rede ao lançar no mercado um plano tarifário em que o cliente liga para qualquer número de qualquer rede sempre ao mesmo preço. Esta campanha proporcionou uma elevada notoriedade no mercado, tendo atingido, ainda em 2002, dois milhões de clientes.

O ano de 2003 ficou marcado pelo lançamento do Optimus Zone, um serviço que integra num único produto experiência total MMS (vídeo, imagem e som), *Internet* com acesso a qualquer site Web e um portal móvel multimédia com serviços de informação, atualidade e diversão, numa antecipação do que será no futuro as comunicações móveis.

Em 2004 a Optimus lançou o Optimus Home que se materializa na libertação dos consumidores de assinatura mensal trazendo-lhes grandes poupanças. O lançamento deste serviço ocorreu em parceria com a Novis<sup>132</sup> com o objetivo fazer concorrência à PT (que domina o mercado das telecomunicações fixas). De acordo com a ANACOM “(...) esta oferta deve ser considerada uma alternativa ao tradicional serviço de telefonia fixa do ponto de vista do consumidor, contribuindo para o seu benefício”. O lançamento deste serviço revelou-se num enorme sucesso de tal forma que, após um ano de comercialização, cerca de 100.000 famílias já não pagavam assinatura mensal.

O ano de 2005 ficou marcado pelo lançamento do Kanguru, um serviço de *Internet* sem fios (oferta de *Internet* através de banda larga móvel). Com o lançamento deste serviço a Optimus acabou com o dogma de que para ter mobilidade, o acesso à Internet tem de perder velocidade. Este serviço permitiu à Optimus posicionar-se como uma alternativa ao usual acesso fixo à *Internet* abrindo uma nova avenida de crescimento, que lhe permitiu explorar um mercado independente do efeito de rede que limita o crescimento do mercado móvel. A Optimus tornou-se líder no segmento da banda larga móvel, detendo, de acordo com os dados mais recentes, uma quota de 44,4% do tráfego de dados.

Em Novembro de 2007 foi decidida a fusão por incorporação da Optimus Telecomunicações, S.A. (operadora móvel) na Novis Telecom S.A. (operadora fixa), sendo renomeada de Sonaecom – Serviços de Comunicações, S.A.. Os serviços de comunicações fixas foram também fortalecidos através da aquisição da Tele2 Portugal e da base de clientes residencial de um dos concorrentes. Ainda em 2007, o serviço de Internet móvel, Kanguru, estabeleceu-se como líder e o serviço Optimus Home

---

<sup>132</sup> Esta empresa foi lançada pela Sonaecom em 2001, após a liberalização do mercado das comunicações fixas em 2000, ficando encarregue do segmento das comunicações fixas do grupo.

solidificou a sua posição de mercado, tornando-se na principal alternativa à PT no mercado de voz fixa.

O ano de 2008 foi um ano de mudança para a Optimus, marcado por uma grande campanha de marketing que envolveu a alteração da imagem da empresa. Com efeito, a empresa desvinculou-se do *boomerang* (utilizado desde a sua criação em 1998), trocando-o pelo *magma*, com o objetivo de transmitir uma ideia de organismo vivo, moderno e facilmente moldável. Ainda durante o ano de 2008, foi lançado o tarifário TAG, que permite aos clientes que tenham o mesmo tarifário comunicar gratuitamente entre si, tanto ao nível das chamadas (de voz e de vídeo) como das mensagens (de texto e multimédia). Esta nova abordagem de mercado teve tanto sucesso que fez com que as restantes operadoras criassem conceitos idênticos, tendo assim sido criados os tarifários Vita 91 Extreme e Yorn Power Extravaganza (na Vodafone) e Moche (na TMN).

Em 2010, a Optimus fundiu-se com a Clix, tornando-se a única empresa de telecomunicações da Sonaecom. Ainda durante este ano a empresa lançou um serviço de TV por cabo, que inclui internet e telefone.

Após este longo caminho de integração dos negócios de telecomunicações, a Optimus é, atualmente, uma marca que abrange todas as atividades de telecomunicações, oferecendo uma vasta gama de serviços móveis a clientes residenciais e empresariais, incluindo ofertas tradicionais de voz, dados, televisão móvel e um amplo conjunto de soluções móveis e serviços de *roaming*, assim como serviços grossistas a outros operadores.

No que respeita aos dados financeiros, de acordo com o relatório e contas da Sonaecom referente ao ano de 2012, o negócio móvel da Optimus, apresentou um valor de 528,1 milhões de euros – menos 7,5% do que em 2011, devido à quebra das receitas de serviços e de venda de equipamentos. As receitas de clientes também reduziram para 442,7 milhões de euros – menos 5,9% que em 2011 – devido ao fim do programa do Governo e-iniciativas e devido ao impacto negativo das medidas de austeridade nos níveis de consumo.

As receitas de prestação de serviços grossistas a outros operadores, também diminuíram 19,6%, relativamente a 2011, para 57,9 milhões. Não obstante, dado o nível elevado de tráfego, esta diminuição é totalmente explicada pela descida das tarifas reguladas, quer sejam de terminação (que em média caíram 35%) quer sejam de *roaming*.

Relativamente aos custos operacionais, estes reduziram significativamente, cerca de 14,4%, apresentado um valor de 238,8 milhões de euros. Quanto ao EBITDA, este apresentou um valor de 227,8 milhões de euros, superior em 4,2% ao valor referente a 2011, sobretudo devido à quebra de 14,4% nos custos operacionais que mais que compensou a tendência negativa de quebra de receitas de clientes.

O EBITDA-capex operacional aumentou de 8,1 milhões de euros em 2011, para 120,03 milhões de euros em 2012, sobretudo explicado pelo aumento do EBITDA. É, neste ponto importante referir que, a evolução do EBITDA é bastante significativa, tomando em consideração não só a situação económica que o país atravessa mas também quando comparada com a tendência europeia.

Quanto aos dados financeiros do negócio fixo da Optimus convém destacar que o volume de negócios aumentou cerca de 1% face a 2011, cifrando nos 222,5 milhões de euros, enquanto os custos operacionais se mantiveram nos 209 milhões de euros. No que respeita ao EBITDA, o segmento fixo aumentou o valor em 13,6% relativamente a 2011, atingindo os 14,8 milhões de euros. O EBITDA-capex operacional aumentou 50% entre 2011 e 2012, atingindo os 5,5 milhões de euros negativos. Este valor deve-se ao efeito conjugado de um maior EBITDA e simultaneamente a um menor capex operacional que, para além do investimento em rede, é sobretudo impactado pelo crescimento da base de clientes.

De acordo com o relatório de gestão da Sonaecom referente ao ano de 2012, a Optimus, atualmente conta diretamente com a colaboração de 1008 trabalhadores.

### 3.2.2. Produtos e clientes

Apesar de já termos introduzido a maior parte dos produtos oferecidos pela Optimus no ponto anterior, por estes fazerem parte do seu percurso e desenvolvimento, introduziremos outros que pela sua relevância merecem algum destaque.

O desenvolvimento tecnológico a que temos vindo a assistir, quer ao nível de infraestruturas de rede, quer ao nível de equipamentos, torna cada vez mais óbvio que o futuro da indústria das telecomunicações será mais móvel e mais assente em dados. Esta é sem dúvida uma alavanca de crescimento futuro fundamental e a sua relevância será tanto maior quanto menos se fizerem sentir os impactos do chamado “efeito de rede”. No final de 2012, 80% da população portuguesa estava já coberta com rede de 4ª Geração (doravante 4G) da Optimus, um passo fundamental para assegurar a liderança da Optimus num futuro de dados móveis.

O crescimento da penetração de *smartphones* representa também uma oportunidade única no fomento da utilização de dados móveis. A este nível, a Optimus tem sabido gerir a oportunidade e lançar ofertas disruptivas – de que são exemplo as campanhas de “desbloqueados” e o lançamento de uma gama própria de terminais – que lhe têm permitido crescer de forma consistente a sua base de clientes utilizadores de *smartphones*. Destacam-se como marcos significativos de 2012, o lançamento de uma rede de 4G<sup>133</sup>, e do serviço Optimus Kanguru Hotspot, um serviço de banda larga que na frente dos serviços móveis conquistou 25% das novas aquisições.

No que respeita ao mercado empresarial, a Optimus com a sua abordagem integrada e convergente face às necessidades das empresas, sob uma única com uma arquitetura de rede totalmente convergente e de última geração têm-lhe permitido liderar, de forma consistente, o movimento das empresas portuguesas para soluções integradas e convergentes, mais eficientes e indutoras de maior produtividade.

Neste segmento, a Optimus fornece soluções complexas de telefonia e dados, reforçando a

---

<sup>133</sup> A qual foi galardoada como o projeto mais inovador no universo Orange, pela vanguarda no *deployment* da sua rede 4G e pelos serviços de voz sobre soluções 4G.



solidez e o potencial das suas parcerias, conseguindo níveis crescentes de produtividade comercial. No final de 2012, 42,8% da base de clientes empresariais já tinha ofertas integradas fixo-móvel com a Optimus.

Assim concluímos que, em 2012, através do seu produto de convergência fixo-móvel, o Optimus Home, da sua oferta de serviços de banda larga móvel, o kanguru, bem como o seu produto direcionado para o público jovem, o TAG, a Optimus consolidou a sua posição no mercado português, com 3,57 milhões de clientes e uma quota de mercado de aproximadamente 21% no segmento móvel e 335 mil clientes no segmento fixo<sup>134</sup>.

Antes de terminarmos, convém salientar que já este ano, a Optimus lançou um novo tarifário – o Smart –, uma oferta de comunicações ilimitadas para todas as redes e tráfego intensivo de dados.

#### 4. Conclusão

Neste capítulo analisámos o setor das telecomunicações português. Pelo facto deste ser um setor complexo decidimos dividi-lo em quatro segmentos de mercado: televisão por subscrição, Internet fixa e móvel, telefone fixo e comunicações móveis onde apresentamos as quotas de mercado dos diferentes *players*.

Constatamos que no decorrer dos últimos anos este setor sofreu profundas alterações, devido à rápida expansão dos acessos às redes por parte dos operadores e à explosão do número de serviços oferecidos, o que aumentou significativamente a concorrência. Atualmente o negócio da indústria tem de ser visto como um todo, sendo objetivo dos operadores oferecer o serviço *quadruple play* – voz, *internet*, televisão por subscrição e comunicações móveis.

É neste contexto que surge a operação de fusão entre a Zon e a Optimus. Como analisamos nos pontos anteriores, tornou-se claro que os produtos oferecidos pelas duas operadoras são altamente complementares. Neste sentido, considera-se que a estratégia de fusão permitirá combinar uma operadora móvel (a Optimus) com uma operadora fixa (a Zon) de forma a oferecer o serviço *quadruple play* de forma mais consistente, sem depender de operadores concorrentes. No capítulo seguinte, apresentaremos os resultados do nosso estudo, onde desenvolveremos um pouco mais esta questão através da apresentação do processo de fusão entre as duas operadoras.

---

<sup>134</sup> Convém salientar que em 2011 a Optimus tomou a decisão de não adquirir mais clientes residenciais neste segmento, mantendo atualmente apenas cerca de 158 mil clientes do segmento residencial. Este é um serviço que atualmente é direcionado para o segmento empresarial.



## CAPÍTULO 3 – DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 1. Introdução

Há muito que os analistas vêm defendendo que a fusão entre a Zon e a Optimus faz sentido, não só pela complementaridade dos seus negócios, mas também porque poderá permitir às duas empresas de telecomunicações realizarem sinergias elevadas. Esta especulação materializou-se oficialmente 19 de dezembro de 2012, quando os órgãos de gestão das duas empresas iniciaram as negociações formais para aprovarem a fusão.

Neste capítulo apresentaremos o processo de fusão entre estas duas empresas com o objetivo de responder às perguntas que estão na base da nossa investigação, ou seja, partindo deste caso particular tentaremos averiguar quais as motivações das empresas para a realização da operação, quais os diversos procedimentos a seguir a nível financeiro, societário, contabilístico e fiscal, como será realizada a integração pós-fusão e quais os impactos para o consumidor final decorrentes da operação. Adicionalmente, tendo em conta a literatura sobre fusões, assim como a diversa evidência empírica existente sobre estas operações, tentaremos averiguar quais os aspetos que mais se aproximam da generalidade e quais os que mais se afastam.

### 2. Razões/motivações

Neste ponto apresentamos as razões que levaram as administrações da Zon e da Optimus a apresentar a proposta de fusão aos seus acionistas de forma a responder à primeira das nossas questões de investigação. Os resultados a que chegamos baseiam-se fundamentalmente na informação divulgada pelas empresas referentes ao processo, nomeadamente no projeto de fusão e nas entrevistas realizadas a alguns dos órgãos de gestão das empresas envolvidas na operação.

Como tivemos oportunidade de analisar no Capítulo 1 da Parte I da nossa investigação, existe uma grande diversidade de razões/motivações que podem levar as empresas a optar por esta estratégia de crescimento<sup>135</sup>, nomeadamente as fracas expectativas de crescimento interno. A fusão entre a Zon e a Optimus surgiu neste contexto. De acordo com o que constatamos no capítulo anterior o mercado das telecomunicações em Portugal não tem vindo a crescer. Esta condicionante associada aos avultados investimentos e aos ganhos de escala característicos deste setor têm vindo a sufocar a rentabilidade de algumas empresas presentes neste mercado.

De acordo com o *investor relations* da Optimus “em telecomunicações, especialmente no segmento móvel, a rede de cobertura das diferentes operadoras é muito semelhante, no caso português, podemos afirmar que a Optimus, a Vodafone e a TMN [através da PT], realizaram investimentos similares, a diferença é que a Optimus tem muito menos clientes que as restantes operadoras”.

---

<sup>135</sup> Ver ponto 3, Capítulo 1, Parte I.

Dados estes entraves os órgãos de gestão da Sonaecom, cedo perceberam que a melhor estratégia de crescimento passaria pela consolidação. Neste sentido, em 2008 a Sonaecom lançou uma OPA à PT. Esta operação acabou por não se concretizar, dado que não houve aprovação da assembleia geral da PT, condição necessária à concretização do processo. Apesar do fracasso desta operação, a PT decidiu tomar um conjunto de medidas, uma das quais ditou o *spin off* da TV Cabo, a atual Zon.

Logo nesta altura a Sonaecom mostrou interesse na realização de uma operação de consolidação com a Zon, todavia, durante algum tempo a estrutura acionista da Zon foi a mesma que a da PT o que acabou por condicionar o seu destino. De acordo com o entrevistado “acredita-se que se a operação ocorresse nesta época, haveria muito mais sinergias dado que Zon não tinha, na altura, as infraestruturas e os serviços que tem hoje e consequentemente não precisaria realizar alguns dos investimentos que realizou”. Todavia, decorrente de vários fatores, nomeadamente, a pouca liquidez no mercado e uma estrutura acionista muito fragmentada a operação não foi possível nos últimos anos.

Não obstante, a Kento e a Unitel Internacional, empresas da Engenheira Isabel dos Santos, foram tomando uma posição na Zon, e há pouco mais de um ano, decorrente da saída da Caixa Geral de Depósitos da estrutura acionista da Zon por imposição da Troika, alcançaram uma posição de 28,8% do capital. Quando a estrutura acionista da Zon atingiu este patamar, reuniram-se as condições necessárias para avançar para uma estratégia de consolidação.

Neste sentido, acredita-se que a fusão das duas operadoras é plenamente justificada por motivos de racionalidade económica, pelo que foram avançadas cinco motivações principais: (i) aumento de dimensão; (ii) consolidação da atividade; (iii) fomento da concorrência, da produtividade e da inovação; (iv) criação de um grupo mais forte através da realização de sinergias e (v) aumento da exposição e crescimento internacional. Seguidamente, desenvolveremos cada um destas motivações de forma a perceber qual a sua importância.

## **2.1. Aumento da dimensão**

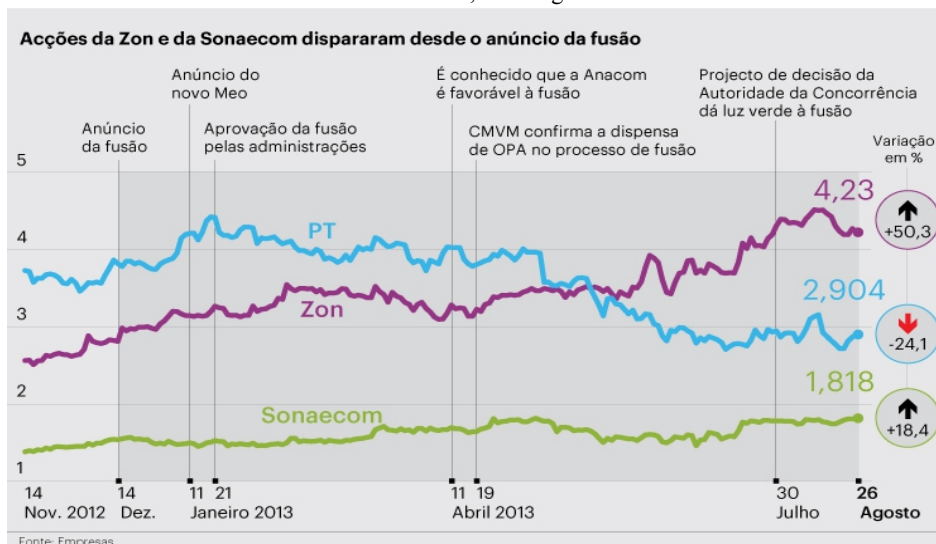
A primeira razão apontada pelas administrações da Zon e da Optimus, para a realização da fusão prende-se com a criação de um grupo de telecomunicações com dimensão relevante e com capacidade de aumentar a projeção no mercado de capitais português. Como analisámos no Capítulo 1 da Parte I da nossa investigação, o aumento de dimensão é amplamente apontado pela literatura como uma das principais razões para a utilização destas estratégias.

De acordo com os valores divulgados no projeto de fusão apresentado pelas administrações das sociedades, com a realização desta operação surgirá um grupo de telecomunicações em Portugal de dimensão significativa e com muito maior escala<sup>136</sup>, o qual será responsável por, aproximadamente, 26% do mercado doméstico de telecomunicações.

<sup>136</sup>De acordo com os dados avançados no projeto de fusão entre as duas empresas, espera-se que o grupo resultante da fusão atinja uma receita combinada de cerca de 1.619.000.000,00 euros e uma rentabilidade operacional (EBITDA) de 543.000.000 euros.

Adicionalmente, o grupo que resultará da fusão alcançará uma capitalização bolsista nos mercados de capitais, nacionais e internacionais, que se estima de uma relevância determinante, potenciando uma maior capacidade de captação de investimento e uma liquidez acrescida, bem como aumentando a projecção internacional do mercado de capitais portugueses. Como podemos ver no gráfico seguinte as cotações da Zon e da Sonaecom dispararam desde o anúncio da fusão.

Fonte: Jornal Público, 26 de agosto de 2012



**Gráfico 2.1:** Evolução das cotações da Optimus e da Zon após o anúncio do projeto de fusão

## 2.2. Consolidação da atividade

A maximização do aproveitamento tecnológico das infraestruturas e dos sistemas de informação existentes, explorando a convergência e potenciando a inovação tecnológica, foi apontada como a segunda razão para fusão entre a Zon e a Optimus.

De acordo com a entrevista que realizamos ao *investor relations* da Sonaecom “a junção das infraestruturas de rede dos dois grupos dará origem a uma rede de telecomunicações, fixa e móvel com uma cobertura muito mais alargada no território português, o que permitirá uma concorrência mais forte e sustentável”<sup>137</sup>. O entrevistado concluiu que este fator “será decisivo para o desenvolvimento de um conjunto relevante de ofertas de produtos e serviços inovadores em Portugal”, nomeadamente o desenvolvimento de ofertas convergentes de *quadruple play* para os mercados residencial e empresarial e ofertas mais flexíveis e adaptáveis, de um ponto de vista técnico e de preço.

De acordo com Pires e Dorés (2000) esta convergência tecnológica tem viabilizado o aumento da competitividade e da rendibilidade das operadoras de todos os segmentos de telecomunicações a partir da diferenciação e oferta de serviços integrados (*one-stop-shopping*). Considera-se que, ao

<sup>137</sup>Convém aqui salientar novamente a questão da complementaridade entre os grupos. As infraestruturas de rede da Zon, são essencialmente para comunicações fixas dado que a sua presença no mercado das comunicações móveis, ainda que diminuta, é feita através do aluguer da rede móvel da Vodafone. Por outro lado, as infraestruturas de rede Optimus são para rede móvel. As comunicações fixas oferecidas pelo grupo são feitas através da rede da PT.

mesmo tempo em que as empresas aumentam as condições de fidelização – uma vez que é mais difícil a troca de um pacote de serviços do que um ou outro serviço isolado –, otimizam a utilização das suas redes com oferta de serviços mais lucrativos que os de telefonia fixa.

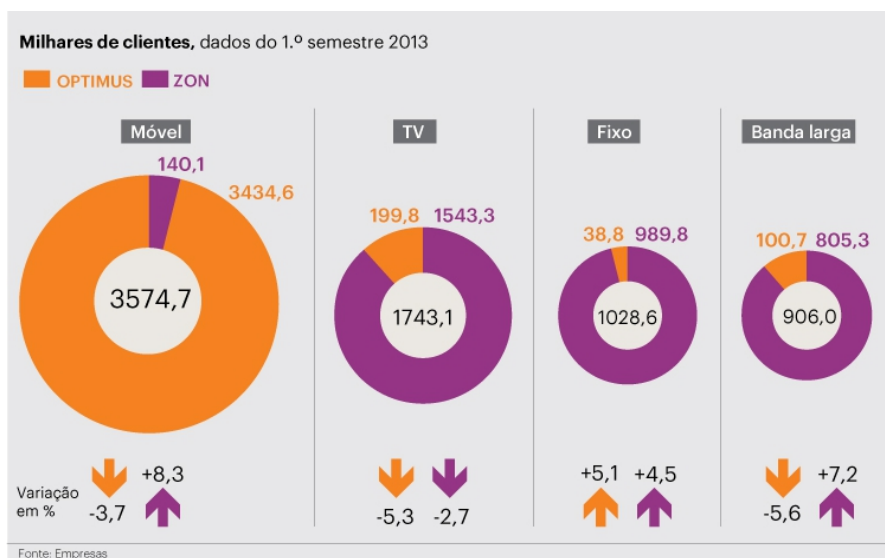
Neste sentido, a operação será decisiva para reduzir a dependência de infraestruturas e de serviços prestados por concorrentes diretos, nomeadamente no caso da Zon que presta serviços de comunicações móveis através do aluguer da rede móvel da Vodafone.

### 2.3. Fomento da concorrência, da produtividade e da inovação

Como já referimos, o grupo Zon e o grupo Optimus têm um elevado grau de complementaridade de negócios em Portugal, uma vez que as respetivas operações se destacam em segmentos diferentes do mercado. Assim, a integração entre um operador móvel (Optimus) e um operador de rede fixa de nova geração (Zon) irá gerar inúmeras oportunidades.

Nos gráficos seguintes podemos observar a complementaridade entre os dois grupos através do número de clientes em cada um dos setores das telecomunicações.

Fonte: Jornal Público, 26 de julho de 2013



**Gráfico 2.2:** Complementaridade entre a Zon e a Optimus em termos de clientes.

De acordo com o projeto de fusão apresentado pelas empresas “esta complementaridade permitirá assegurar a disponibilização de produtos e serviços em todos os segmentos relevantes do mercado de telecomunicações em Portugal, bem como a criação e lançamento de novas ofertas, integradas ou não, de voz fixa, voz móvel, televisão e banda larga fixa e móvel, com novas funcionalidades e a preços mais competitivos”.

Neste sentido espera-se, um aumento significativo da competitividade no mercado das comunicações nacional, com benefícios claros para os consumidores e para o país. Esta acrescida capacidade competitiva far-se-á igualmente sentir na prestação de serviços de telecomunicações a

empresas onde, seguramente, o operador que resultará desta integração desempenhará um papel decisivo no desenvolvimento de soluções e produtos que contribuam para o aumento da produtividade e para a redução dos custos das empresas portuguesas.

## **2.4. Realização de sinergias**

Há muito que os analistas vêm defendendo que a fusão entre a Zon e a Optimus faz sentido, não só pela complementaridade dos seus negócios, mas também porque poderá permitir às duas empresas de telecomunicações realizarem sinergias elevadas. A realização de sinergias é destacada como a quarta motivação para a fusão entre as operadoras.

Os órgãos de gestão da Zon e da Optimus perspetivaram as seguintes sinergias decorrentes da operação:

- Otimização do investimento em infraestruturas;
- Gestão e planeamento integrados da rede fixa e móvel, com a respetiva exploração da convergência de redes;
- Redução da dependência de infraestruturas de operadores concorrentes;
- Redução de custos inerentes ao investimento da Zon, no segmento móvel, e da Optimus, no segmento fixo e no projeto de televisão por subscrição, com a captura recíproca de valor dos negócios *core* de cada um dos grupos;
- Otimização da estratégia de abordagem a segmentos de mercado em que cada uma das empresas individualmente tem mais experiência;
- Otimização resultante da negociação agregada de contratos e compras; e
- Oferta de produtos e soluções integradas e convergentes.

De acordo com os valores apresentados no projecto de fusão estima-se que o valor criado por estas sinergias situar-se-á entre 350.000.000 euros e 400.000.000 euros<sup>138</sup>.

Adicionalmente, com base nas entrevistas que realizamos constatamos que para além destas sinergias, “a junção das duas equipas com uma vasta experiência no setor, e a oportunidade que resulta da exploração de uma base de clientes mais alargada e de um conjunto de infraestruturas complementares, contribuirão em grande medida para o sucesso da operação”.

## **2.5. Aumento da exposição e crescimento internacional**

A última razão apresentada para a fusão entre a Zon e a Optimus é a da criação de condições para um reforço da aposta na internacionalização.

A escala obtida em Portugal, bem como o aumento de rendibilidade resultante da fusão – por

---

<sup>138</sup> Estes valores resultam do valor futuro descontado dos ganhos resultantes da fusão.

via das sinergias e otimizações referidas nos pontos anteriores – permitirão a disponibilização de recursos adicionais a alocar à implementação de uma estratégia de internacionalização, com especial enfoque para os mercados que apresentam maiores taxas de crescimento. De acordo com a informação disponibilizada pelas administrações das sociedades no projeto de fusão, a estratégia de internacionalização permitirá:

- Obter um perfil de crescimento e de rentabilidade que não é possível atingir no mercado português;
- Adquirir uma escala acrescida (de clientes, receitas e investimento) que, por sua vez, se traduzirá em maiores sinergias de custos e maior capacidade de desenvolvimento de produtos e serviços inovadores e mais abrangentes;
- Explorar e potenciar a experiência relativa ao desenvolvimento, promoção e venda de serviços em diferentes mercados, incluindo a possibilidade de selecionar, em função do impacto e custos, os que se demonstram mais adequados a funcionarem como mercado de teste;
- Explorar e partilhar da experiência e *know how* de colaboradores com diferentes vivências; e
- Afirmar o grupo resultante da fusão como um operador de referência internacional, aumentando a sua visibilidade e atratividade no mercado de capitais.

É admitido, pelas administrações das sociedades, que este processo de internacionalização será a continuação da experiência do grupo Zon no lançamento, em Angola e Moçambique, da operação de *pay-TV* (a “ZAP”), que será fortemente alavancado pelo acréscimo de escala e das sinergias geradas em resultado da fusão dos dois grupos (Zon e Optimus).

Apresentadas estas cinco razões/motivações para a realização da fusão entre a Optimus e a Zon, não é difícil concluir que a operação afigura-se num passo lógico para o desenvolvimento de uma estrutura de crescimento comum que permitirá capitalizar e exponenciar as potencialidades de cada uma das sociedades.

Decorrente desta decisão, o segundo passo dado pelos órgãos de gestão das sociedades foi a definição de como esta operação seria realizada. Foi decidido realizar a incorporação da Optimus na Zon. Com efeito a Zon terá de aumentar o capital social de forma a satisfazer as necessidades de atribuição de participações aos sócios da Optimus, tendo em conta as regras da relação de troca<sup>139</sup>. Este processo implica a correta avaliação das empresas, ou seja, os sócios da Optimus devem receber em substituição das participações que nela possuíam, participações do mesmo valor, enquanto os sócios da Zon devem estar seguros de que as participações a criar na sua sociedade para a troca correspondem ao valor real do património da Optimus. Seguidamente, respondemos à segunda das nossas questões questão de investigação, ou seja, apresentamos os métodos de avaliação de empresas utilizados para determinação das relações de troca.

---

<sup>139</sup> Ver Capítulo 3, Parte I.



### 3. Métodos de avaliação utilizados para a determinação da relação de troca

Como referimos, é imperativo que em resultado da fusão os sócios fiquem com participações de valor real idêntico às que possuíam. No contexto do caso em estudo, torna-se da mesma forma imperativo que após a efetivação da fusão por incorporação da Optimus na Zon, as participações dos sócios da Zon não devem ficar com valor real superior, nem inferior, ao anterior à operação. Da mesma forma, os sócios da Optimus deverão ficar com participações de valor real idêntico ao das participações que anteriormente possuíam.

Estas duas condições implicam a determinação do justo valor das duas empresas, conforme os métodos que introduzimos no Capítulo 3 da Parte I da nossa investigação. A determinação deste valor fornecerá a relação de troca mais justa entre as sociedades envolvidas na operação.

De acordo com o que conseguimos apurar, de acordo com diversa documentação apresentada pelas sociedades, nomeadamente o projeto de fusão e o parecer do ROC, assim como as entrevistas que realizamos, as metodologias de avaliação utilizadas para a determinação do valor das empresas foram as usualmente utilizadas neste tipo de valoração nomeadamente, a avaliação baseada no desconto de fluxos de caixa futuros, e a avaliação através da aplicação de diversos múltiplos de mercado de capitais, nomeadamente, os múltiplos EBITDA e EBITDA-Capex<sup>140</sup>. Como vimos a conjugação dos métodos baseados no desconto dos fluxos de caixa com os múltiplos de mercado é amplamente apontado pela literatura como uma das melhores formas de avaliação<sup>141</sup>.

Não é nosso objetivo, analisar pormenorizadamente as etapas que foram percorridas até serem determinados os justos valores das empresas. No entanto, dado que estas empresas são cotadas, no caso da Optimus por via indireta através da Sonaecom, a informação necessária ao cálculo é divulgada, pelo que não é difícil realizar essa avaliação.

Não obstante, com base nos resultados obtidos mediante a aplicação das metodologias de avaliação referidas, relativamente a cada uma das sociedades participantes na fusão, foi apurada uma relação de troca cujo quociente entre o valor da Zon e o da Optimus foi calculado em 1,5; ou seja, a empresa que resulta depois da fusão será constituída a 60% pela Zon e 40% pela Optimus. Esta foi a relação que serviu de base à determinação do número de ações a emitir pela Zon e a atribuir aos sócios da Optimus.

Por conseguinte, de acordo com o projeto de fusão apresentado pelas administrações das empresas, os sócios da Optimus receberão 1,791866 ações da Zon por cada ação representativa do capital social atual da Optimus. Assim, a Zon terá de aumentar o seu capital social em 2.060.645,52 euros, passando, por efeito da fusão, do montante atual de 3.090.968,28 euros, para o montante de 5.151.613,80 euros.

---

<sup>140</sup> Para mais desenvolvimentos, ver Capítulo 3, Parte I.

<sup>141</sup> Sobre esta temática, ver Domingos Ferreira (2002b), Ferreira (2008), Brealey, *et al.* (2008), Damodaran (2005) entre muitos outros.

Com efeito, a Zon irá emitir e entregar aos sócios da Optimus 206.064.552 ações, no valor nominal de um cêntimo cada, representativas de 40% do montante do capital social da Zon que resultará do aumento de capital a realizar por efeito da fusão. A diferença entre o valor dos capitais próprios da Optimus e o valor nominal global das novas ações a emitir por efeito da fusão, constituirá prémio de emissão.

Convém salientar que esta relação de troca, foi apoiada e corroborada pelas análises de razoabilidade económico-financeira dos termos de troca definidos preparadas pelo Banco Português de Investimento, S.A. e pelo Banco Santander Totta, S.A., dirigidas ao conselho de administração da Optimus e, ainda pelo Banco Espírito Santo de Investimento, S.A. e pela Caixa – Banco de Investimento, S.A., dirigidas ao conselho de administração da Zon.

Não obstante estas relações de troca, assim como o aumento de capital social, tiveram de ser deliberadas em assembleia geral de sócios tanto da Zon como da Optimus. Iremos abordar este e outros aspetos legais no ponto seguinte através da análise do processo jurídico da fusão.

#### **4. Processo jurídico de fusão**

A 14 de dezembro de 2012 a Sonaecom, veículo que detém a totalidade do capital da Optimus, e a Engenheira Isabel dos Santos, que detém a Unitel International Holdings, B.V. e a Kento Holding Limited, sociedades que no seu conjunto detêm 28,8% do capital da Zon, notificaram o regulador de mercado, a CMVM, terem chegado a um acordo no sentido de promover junto das administrações da Zon e da Optimus uma operação de fusão. Neste ponto da nossa discussão, apresentaremos os principais procedimentos do processo jurídico de fusão de forma a responder à nossa terceira pergunta de investigação.

##### **4.1. Aspetos gerais**

Como já referimos, a fusão das empresas será realizada na modalidade de transferência global do património da Optimus para a Zon, nos termos do disposto na alínea a) do n.º 4 do artigo 97.º do CSC. Com efeito, todos os elementos do ativo e do passivo da Optimus que integrem o seu património na data de conclusão da fusão, incluindo os direitos e obrigações decorrentes da sua atividade, serão transferidos de forma global para a esfera patrimonial da Zon.

Conforme a análise que realizamos na primeira parte da nossa investigação, o processo jurídico de uma operação de fusão inicia-se com a elaboração, pelos conselhos de administração das sociedades envolvidas, do projeto de fusão, nos termos do artigo 98.º do CSC. De acordo com o que apuramos, antes da elaboração do projeto de fusão, que dá início a todo o processo jurídico, houve uma fase negocial entre as administrações das duas sociedades.

De acordo com a informação que obtivemos através das entrevistas que realizámos, este

projeto de fusão foi elaborado por uma vasta equipa de profissionais de diversos departamentos das duas sociedades, assim como profissionais externos às sociedades, nomeadamente advogados, auditores e consultores especializados em fusões e aquisições.

Realizado o projeto, este, assim como os seus anexos, foram submetidos a fiscalização interna, pelos órgãos de fiscalização quer da Zon quer da Optimus, (cf. o n.º 1 do artigo 99.º do CSC) e externa (cf. o n.º 2 do artigo 99.º do CSC). No que respeita à fiscalização externa, esta deve ser realizada, como referimos anteriormente, por ROC ou SROC independentes<sup>142</sup>. Neste sentido, as administrações quer da Optimus quer da Zon enviaram, a 10 de janeiro de 2013, solicitação ao presidente do conselho diretivo da OROC para que nos termos do n.º 3 do artigo 99.º do CSC fosse designado pela Ordem o ROC, Senhor Dr. José Rodrigues de Jesus, com número de inscrição 201.

Na sequência deste pedido, a OROC informou às sociedades que designou como ROC responsável pela fiscalização do projeto de fusão o ROC aconselhado por ambas na solicitação. Até aqui o projeto é confidencial, todavia pelas informações que apuramos através das entrevistas realizadas a profissionais diretamente ligados ao processo e através do parecer emitido pelo ROC não houve nenhuma alteração relevante ao projeto inicial decorrente desta fiscalização.

Após a fiscalização foi realizado o registo e publicidade do projeto de fusão<sup>143</sup>. Com efeito, o referido projeto foi registado na Conservatória do Registo Comercial a 21 de janeiro de 2013, decorrente da obrigação estabelecida nos artigos 3.º n.º 1 alínea p) e 15.º n.º 1 do CRC e do artigo 100.º, n.º 1, do CSC. Este registo é, como já tivemos oportunidade de referir, efetuado por depósito, pelo que não há qualquer controlo de legalidade do mesmo por parte dos serviços do registo comercial, tornando-se oficiosa e automaticamente público.

Dada a elevada confidencialidade a que estas operações estão sujeitas, grande parte da nossa análise ao processo jurídico será realizada com base na diversa documentação divulgada pelas empresas. Adicionalmente complementamos a informação dada por estes documentos com as notícias que dão conta do processo assim como as entrevistas que realizamos aos profissionais envolvidos na operação.

De acordo com o referido projeto apresentado pelas sociedades, a fusão entre a Zon e a Optimus não se encontra sujeita a quaisquer condições especiais ou termos suspensivos ou resolutivos, para além dos que resultam do regime jurídico aplicável às fusões, tal como abordamos na primeira parte do nosso trabalho. Nos pontos seguintes apresentaremos alguns dos aspetos mais importantes desse processo. São elas: (i) deliberação dos credores (ii) a deliberação dos sócios; (iii) a autorização da autoridade da Concorrência (AdC) e (iv) a emissão de declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA, por parte da CMVM<sup>144</sup>.

De forma a facilitar a nossa análise, terminaremos o estudo ao processo jurídico com a

---

<sup>142</sup> Ver ponto 1.3.2., Capítulo 2, Parte I.

<sup>143</sup> Ver ponto 1.3.3., Capítulo 2, Parte I.

<sup>144</sup> A inclusão desta condição resulta da solicitação da administração da Optimus, baseada em razões de mera cautela

definição da cronologia de toda a operação até à data, tendo sempre em conta todas as etapas que devem ser percorridas, de acordo com o enquadramento jurídico das fusões que desenvolvemos no Capítulo 2 da primeira parte da nossa investigação e com os dados que serão desenvolvidos nos pontos seguintes.

#### **4.2. Autorização dos Credores**

Como analisamos anteriormente, no prazo de um mês após a publicação do registo do projeto de fusão, os credores sociais cujos créditos sejam anteriores à mencionada publicação podem deduzir oposição judicial à fusão, com fundamento no prejuízo que derive desta para a realização dos seus direitos, e desde que tenham solicitado a satisfação do seu crédito ou a prestação de garantia adequada, há pelo menos 15 dias, sem que o seu pedido tenha sido atendido<sup>145</sup>.

A assembleia geral de credores da Zon realizou-se a 21 de fevereiro de 2013 – um mês após a publicação do projeto de fusão. Na referida assembleia havia dois temas para deliberação: o processo de fusão com a Optimus e o potencial reembolso antecipado do empréstimo obrigacionista.

No que respeita ao primeiro tema, de acordo com o comunicado enviado pela Zon à CMVM os detentores de obrigações decidiram “não exercer o direito de oposição à fusão”. A este respeito, entenderam que a situação económico-financeira da Zon tanto atualmente como após à operação – em que será reforçada pela incorporação da totalidade do património da Optimus e pelo aumento do capital social projetado em resultado da fusão – associada à sua prática comercial caracterizada por honrar os seus compromissos – constituem garantia suficiente para acautelar os seus direitos enquanto credores.

Quanto ao segundo tema, que passava pela possibilidade dos obrigacionistas pedirem o reembolso antecipado dos empréstimos e os respetivos juros caso a Zon entre em processo de fusão, ou haja mudança de controlo, foi decidido não antecipar o pagamento. Neste sentido, os titulares de obrigações representativas de cerca de 150.000.000 de euros renunciaram ao direito de exigir o respetivo vencimento antecipado, no contexto da operação de fusão em curso.

Eliminado este entrave ao processo, o próximo passo foi a aprovação, por parte das assembleias gerais da Optimus e da Zon.

#### **4.3. Deliberação dos sócios**

De acordo com a análise realizada no ponto 1.3.6. do Capítulo 2 da Parte I do nosso trabalho, as assembleias gerais de cada sociedade interveniente devem ser convocadas com uma antecedência mínima de 30 dias. Este prazo foi essencialmente estabelecido para que os sócios possam exercer de forma devidamente esclarecida os seus direitos de voto, conforme o estabelecido nos artigos 100.º, n.º

---

<sup>145</sup> Para uma análise mais detalhada, ver o ponto 1.3.5., Capítulo 2, Parte I.

2, 102.º e 103.º do CSC.

Neste sentido convém lembrar que no caso da Optimus a assembleia realizou-se com o seu acionista único, a Sonaecom. Mais complicada foi a assembleia geral da Zon, por se tratar de uma empresa cotada com inúmeros acionistas. Adicionalmente, da estrutura acionista da Zon, constam alguns dos acionistas da PT que poderiam querer contrariar o negócio que vai trazer ao mercado um concorrente de peso. É o caso do Espírito Santo e Irmãos, SGPS, S.A., da Ongoing Strategy Investments, SGPS, S.A. e do Grupo Visabeira SGPS, S.A.. que detêm uma participação de 5%, 3,29% e 2,15%, respetivamente, do capital da Zon.

Passado o prazo estabelecido para que os acionistas pudessem exercer o direito à informação, como referido anteriormente, a assembleia geral extraordinária de acionistas da Zon realizou-se a 7 de março de 2013. De acordo com a convocatória emitida a 25 de janeiro de 2013 a assembleia foi realizada com a seguinte ordem de trabalhos:

- Ratificação da cooptação de Isabel José dos Santos, Miguel Filipe Veiga Martins, Catarina Eufémia Amorim da Luz Távira e André Palmeiro Ribeiro, como vogais não executivos do conselho de administração, para completarem o mandato correspondente ao triénio 2010/2012;
- A aprovação do projeto de fusão e respetivos anexos, relativos à fusão por incorporação da Optimus na Zon, datado de 21 de janeiro de 2013, nos termos e para os efeitos do disposto no n.º 2 do artigo 100.º do CSC, e todas as alterações aos estatutos da Zon que nele estão previstas, designadamente:
  - O aumento do capital social da Zon de 3.090.968,28 euros para 5.151.613,80 euros, com a decorrente emissão de 206.064.552 novas ações, mantendo o valor nominal de um cêntimo cada; e
  - Alteração da denominação social da Zon Multimédia para “Zon Optimus, SGPS, S.A.”.
- Concessão de poderes a quaisquer dois membros da comissão executiva da Zon Multimédia para, em nome e representação da mesma, executar as deliberações adotadas no ponto anterior.

Conforme o comunicado divulgado pela Zon a 7 de março de 2013, as deliberações descritas no ponto 2 da ordem de trabalhos da referida assembleia, foram aprovadas por 98,9% dos votos emitidos<sup>146</sup>. Dada esta aprovação massiva da operação pela assembleia geral, entende-se que os acionistas acreditam que a criação de um grupo de telecomunicações mais forte e sólido – através da incorporação da Optimus – permitirá uma maior capacidade de prossecução da estratégia de crescimento sustentável, de internacionalização e gestão eficiente, onde a partilha de experiência e competências das equipas das sociedades envolvidas será um fator decisivo e fundamental.

<sup>146</sup> Convém, neste contexto, referir que estiveram presentes 76,2% do capital da Zon. Com efeito, era necessário que 50,29% do capital aprovasse a proposta de fusão.

No mesmo dia – 7 de março de 2013 – a Sonaecom confirmou, em comunicado ao mercado, que se realizou a assembleia geral da Optimus e que o projeto foi aprovado, ficando a sua eficácia sujeita à verificação prévia da não oposição da AdC, da emissão de declaração de derrogação do dever de lançamento de oferta pública de aquisição obrigatória por parte da CMVM e do cumprimento das demais formalidades administrativas e societárias aplicáveis ou necessárias à concretização da fusão nos termos legais e nos demais termos constantes do projeto de fusão.

Neste sentido, nos pontos seguintes apresentaremos a decisão da AdC sobre a operação de fusão entre a Zon e a Optimus e assim como a posição da CMVM quanto à derrogação do dever de lançamento de OPA.

#### **4.4. Autorização da Autoridade da Concorrência**

Como abordamos no ponto 1.3.8. do Capítulo 2 da Parte I da nossa investigação, é obrigatória a notificação prévia da AdC sempre que a empresa resultante da operação de concentração consiga, de alguma forma, violar um dos pressupostos da concorrência efetiva.

Relativamente a operação em estudo, podemos constatar, tendo em conta os valores apresentados quando realizámos a análise do setor e das empresas no Capítulo 2, que esta operação ultrapassa os limites estipulados pela AdC<sup>147</sup>. Estima-se que a empresa resultante da operação terá uma quota de mercado na televisão por subscrição igual a 51%, 37,2% na banda larga fixa e 31,5% no serviço de telefone fixo. No que respeita aos restantes segmentos do setor das telecomunicações, banda larga móvel e comunicações móveis, a operação não atinge os limites estabelecidos pela AdC. Estima-se que a nova empresa fique responsável por cerca de 14% das comunicações móveis e por cerca de 21,4% do mercado de banda larga móvel<sup>148</sup>. Supletivamente a operação infringe os outros dois limites impostos pela AdC, dado que, o volume de negócios líquido de impostos do Grupo Zon em 2012 foi de 858,6 milhões de euros e o volume de negócios do Grupo Optimus foi de aproximadamente 750,6 milhões de euros.

Neste sentido as administrações da Zon e da Optimus notificaram a AdC sobre a sua intenção a 1 de fevereiro de 2013. Dadas as especificidades do setor das telecomunicações a AdC pediu, a 11 de fevereiro de 2013 o parecer da Entidade Reguladora para a Comunicação Social (ERC) e à ANACOM, que em conjunto regulam o mercado das telecomunicações em Portugal, sobre a operação<sup>149</sup>. A 6 de março de 2013 a ERC enviou à AdC um parecer que deu luz verde à operação. Este parecer incidiu sobre o segmento de televisão em Portugal, segmento pelo qual é responsável. Esta entidade não manifestou qualquer reserva à operação, pelo facto da posição da Optimus nesta área ser muito

---

<sup>147</sup> Ver limites no Ponto 1.3.8. do Capítulo 2 da Parte I.

<sup>148</sup> Todos estes valores foram obtidos pela soma das quotas de mercado da Zon e da Optimus para o período referente ao primeiro trimestre de 2013.

<sup>149</sup> Estes pareceres só são vinculativos se forem desfavoráveis à fusão entre as duas operadoras. A decisão final pertence à AdC.

reduzida.

A ANACOM também emitiu um parecer favorável à operação a 11 de abril de 2013 propondo algumas condições. Como já referimos este parecer não é vinculativo, pelo que estas condições não foram tornadas públicas, contudo pensa-se que façam parte das condições finais negociadas entre a Zon, a Optimus e a AdC para que a operação se concretize.

A 2 de julho de 2013 a Zon e a Optimus comunicaram ao mercado que tinham negociado com a AdC um conjunto de compromissos de forma a eliminar as preocupações do regulador sobre a concorrência. Estes compromissos foram apresentados a 10 de julho de 2012 pela AdC.

Com efeito, ficou estabelecido que o nascimento da Zon Optimus fica dependente da prorrogação do prazo de vigência do contrato de partilha recíproca de rede entre a Optimus e a Vodafone<sup>150</sup>. Esse contrato também terá de ser mudado para que não haja aplicação de limitação de responsabilidade em caso de resolução injustificada ou justificada por motivo imputável à Optimus.

Os clientes da Optimus ficaram também mais protegidos com a decisão da AdC dado que o terceiro compromisso estipula o fim da fidelização dos clientes de *triple play* da Optimus na rede de fibra ótica, ou seja, a Optimus, durante um determinado período, não cobrará aos seus clientes de fibra do serviço *triple play* o pagamento de montantes devidos por cláusulas de fidelização em vigor, em caso de pedido de desligamento<sup>151</sup>.

Os outros dois compromissos impostos pela AdC obrigam a Optimus a assegurar que estará aberta a negociar, durante um período de tempo, com um terceiro que lho solicite, um contrato que permita o acesso grossista à sua rede de fibra e a assegurar que apresentará e negociará com a Vodafone, durante um determinado período de tempo, um contrato de opção de compra dessa rede<sup>152</sup>.

Os operadores contra-interessados tiveram até 11 de julho para se pronunciarem sobre estes compromissos. Dada a confidencialidade a que estas operações estão sujeitas, não obtivemos informações sobre o tipo de contestação apresentado.

Não obstante, a AdC comunicou a 31 de julho de 2013 aos acionistas da Zon e da Optimus o projeto de decisão final de não oposição à fusão entre estas duas empresas. A decisão final que deu luz verde à operação foi oficialmente apresentada a 26 de agosto de 2013. Esta autorização ficou dependente das condições anteriormente apresentadas.

De acordo com Pedro Oliveira, do BPI Investimentos, em entrevista ao Jornal de Negócios estes remédios “parecem ser benignos para a operação e não constituem nenhum grande obstáculo ao valor da nova empresa”. Decidimos colocar esta pergunta nas nossas entrevistas, e de acordo com o que apuramos, estas condições não terão grande impacto nas sinergias perspetivadas anteriormente, dado que os compromissos versam essencialmente da rede de fibra ótica construída e explorada em

150 Esta rede foi constituída em 2010 em parceria pela Optimus e pela Vodafone, sendo desde então explorada pelas duas operadoras.

151 De acordo com a proposta da Sonaecom esta expresso um período de seis meses para a suspensão das cláusulas de fidelização.

152 Nas negociações para a partilha de rede, a Sonaecom não revela no comunicado, mas na proposta avança com a data de 31 de outubro de 2015 para que esta cláusula caduque.

parceria pela Optimus e pela Vodafone. De uma forma geral, as empresas realizaram um acordo em 2010 que possibilita à Vodafone o uso de uma rede de fibra ótica da Optimus que cobre 200.000 casas e por conseguinte a Optimus usa uma rede da Vodafone que cobre outras 200.000 casas. Este é um acordo completamente recíproco e transparente. Contudo a verdade, é que a Optimus, em termos absolutos, não tem muitos clientes nesta rede, daí concluirmos que as sinergias perspetivadas não serão afetadas.

Antes de finalizarmos a análise à posição da AdC, convém ainda salientar, que de acordo com os artigos 49.º e 50.º da Lei da Concorrência a AdC deve proferir a decisão sobre a concentração notificada no prazo de 30 dias úteis contados a partir da data de produção de efeitos da notificação, ou 90 dias úteis caso decida avançar para uma investigação aprofundada (cf. artigos 52.º e 53.º da Lei da Concorrência). Contudo, feitas as contas a investigação da operação e das suas consequências para o mercado até à decisão de não oposição, desde que verificados os “remédios” anteriormente elencados, levou cerca de sete meses a sair. Apesar da AdC não ter avançado para a avaliação aprofundada do processo, a prolongação do prazo foi justificada pela solicitação de novas informações. De acordo com a informação prestada pela AdC os prazos suspendem-se no caso de haver necessidade de pedir às notificantes informações ou documentos adicionais, terminando a suspensão com o envio dos elementos adicionais solicitados. O prazo suspendeu-se, de igual forma com o pedido de parecer à ERC<sup>153</sup>.

Como referimos anteriormente, o processo de fusão entre as duas empresas também dependeu da autorização da CMVM ao pedido das operadoras de derrogação do dever de lançamento da OPA. Dada a relevância da questão iremos analisá-la no ponto seguinte.

#### **4.5. Derrogação do dever de lançamento de OPA por parte da CMVM**

Com a concretização da fusão entre a Zon e a Optimus, será criado um veículo – a Zopt, SGPS, S.A. – detida a 50% pela Sonaecom, a 17,35% pela Kento Holdings Limited e a 32,65% pela Unitel International Holdings, sendo que as duas últimas entidades são detidas pela Engenheira Isabel dos Santos. Esta empresa veículo será responsável pela gestão da futura empresa que resultar da fusão. Na tabela seguinte evidenciamos a forma como esta empresa deterá o controlo da Zon Optimus.

---

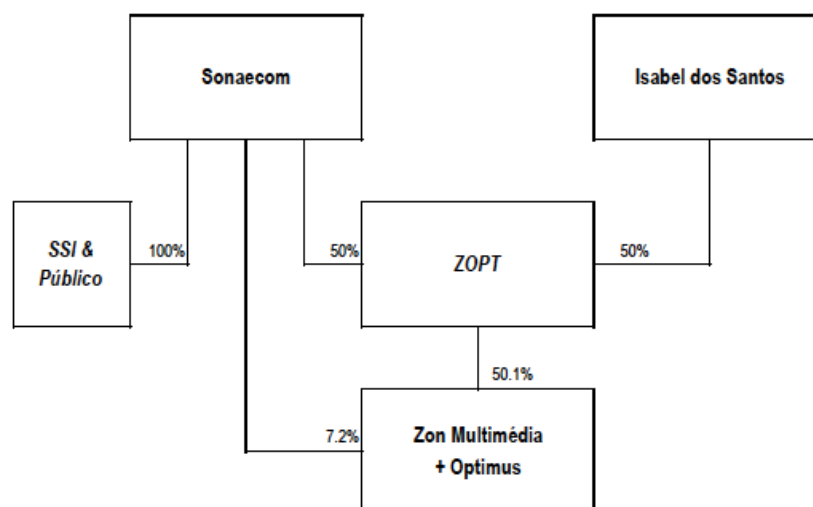
<sup>153</sup> Importa referir que contrariamente ao pedido de parecer à ERC o parecer pedido aos outros reguladores, nomeadamente à ANACOM, não suspendeu o prazo de decisão final da AdC.



% Capital	Zon	Optimus	Zopt	Zon/Optimus
Sonaecom		100%	50%	
Isabel dos Santos	28,8%		50%	
Zopt	28,8%	82%		50,1%
Sonaecom (participação direta)				7,2%
Sonaecom (participação indireta)				25%
Sonaecom (participação directa + indirecta)				32,2%
Isabel dos Santos (participação directa)				25%
Sonaecom + Isabel dos Santos				57,3%

**Tabela 6.1:** Controlo acionista na Zon Optimus

Tendo em conta as participações das empresas da Engenharia Isabel dos Santos na Zon e a detenção a 100% da Optimus pela Sonaecom, a Zopt, deterá 50,1% do capital da empresa que resultar da fusão. É importante salientar que a Zopt terá toda a participação das empresas de Isabel dos Santos, contudo, não incluirá toda a participação da Sonaecom na Optimus. Com efeito a Sonaecom deterá uma participação direta no capital da Zon Optimus de 7,2%. A imagem seguinte esquematiza a situação.



**Figura 6.1:** Estrutura de controlo proposta

Conforme o estipulado pela alínea a) do n.º 1 do artigo 187.º do Código dos Valores Mobiliários (CMV), aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, direta ou indiretamente, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar OPA sobre a totalidade das ações e de todos os outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmem direito à subscrição ou aquisição.

Neste sentido, decorrente do facto da Zopt passar a deter uma participação de 50,1% no capital da sociedade que resultar da fusão, está obrigada a lançar OPA sobre a totalidade das ações da Zon.

Todavia, de forma a retirar o ângulo especulativo às ações, a Zopt solicitou à CMVM a emissão de declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA<sup>154</sup>.

De facto, estipula a alínea c) do n.º 1 do artigo 189.º do CVM que a imposição de lançamento de OPA não se aplica quando a ultrapassagem do limite de direitos de voto relevantes resultar da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA, sendo que, de acordo com o n.º 2 do mesmo preceito, a derrogação deste dever é objeto de declaração pela CMVM, requerida e imediatamente publicada pelo interessado.

Neste sentido a assembleia geral da Zon realizada a 7 de março de 2013 que aprovou a operação de fusão das duas sociedades, tomou conhecimento de que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA e consentiu que fosse solicitada a respetiva derrogação à CMVM. Com efeito, a 14 de março de 2013, as administrações das duas empresas em processo de fusão solicitaram à CMVM a emissão de declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA. No ponto seguinte analisaremos a posição da CMVM a este pedido e os argumentos que utilizou para emitir a referida declaração.

### **A decisão da CMVM**

Após um período de investigação à operação, a entidade reguladora (CMVM), comunicou a 18 de abril de 2013, a sua decisão de diferir o respetivo pedido. Neste sentido, a Sonaecom materializou esta decisão, a 20 de abril de 2013, com a emissão de um comunicado dando conta da decisão final do regulador, que dispensa as duas empresas de lançar uma OPA pelo facto da empresa que nascerá da fusão, a Zopt, ficar com mais de 50% dos direitos da Zon e ser controlada em partes iguais pela Sonaecom e pelas empresas de Isabel dos Santos.

De acordo com o comunicado, esta decisão da CMVM fundamentou-se na convocação das regras de imputação previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM, uma vez que as participações diretamente detidas pela Zopt se imputam a quem quer que com ela se encontre em relação de domínio (cf. a alínea b) do n.º 1 do artigo 20 do CVM), ainda que em conjunto, e ainda em virtude dos seus acionistas terem acordo para o exercício de direitos de voto na Zon (alínea c) do n.º1 do artigo 20.º do CVM).

Não obstante, e porque os identificados acionistas da Zopt se encontram, por sua vez, sujeitos a um domínio sobre eles exercidos, respetivamente, por Belmiro de Azevedo, sobre a Sonaecom, ainda que de forma indireta<sup>155</sup> e por Isabel dos Santos, sobre a Kento Holding Limited e a Unitel

---

154 De acordo com os responsáveis, tanto da Zon como da Sonaecom a derrogação do dever de OPA é uma condição indispensável para que a operação se concretize.

155 Belmiro de Azevedo é nos termos da alínea b) do n.º 1 do artigo 20.º e do n.º1 do artigo 21.º do CVM, o *ultimate beneficial owner*, porquanto detém cerca de 99% do capital social e dos direitos de voto da Efanor Investimentos SGPS, S.A.. A Efanor Investimentos SGPS S.A., é por sua vez, uma sociedade que domina a sociedade Sonae – SGPS, S.A., que por sua vez domina a sociedade Sonitel BV, que por sua vez domina a sociedade Sonaecom SGPS, S.A., todas nos termos

International Holdings, B.V., verifica-se, uma vez mais por convocação das alíneas b) e c) do n.º 1 do artigo 20.º, imputáveis a estes, pessoas singulares, participação superior a 50% no capital da Zon.

Dado que são as referidas pessoas singulares os *ultimate beneficial owners* de um domínio conjunto sobre a Zon, ainda que a exercer indiretamente por via das sociedades por si dominadas e nos termos de acordo parassocial entre elas celebrado, seriam aqueles que, de forma conjunta, caso não fosse concedida a derrogação, teriam de lançar OPA, com a concretização da fusão nos termos informados ao mercado e constantes no projeto de fusão e da ata relativa à deliberação da assembleia geral de acionistas da Zon.

Esta obrigação decorre porque à imputação de mais de 50% dos direitos de voto na Zon, nos termos descritos, acrescerá o efetivo domínio conjunto, sobre a formação da vontade subjacente ao exercício daquela participação de controlo, nos termos do artigo 21.º do CVM e, em particular, da alínea b) do seu n.º 2, constituindo, desta forma, o dever de lançar de OPA, tal como previsto no n.º 1 do artigo 187.º do CVM.

Assim, concluímos que, o domínio a exercer indiretamente sobre a sociedade que resultar da operação por Isabel dos Santos e Belmiro Mendes de Azevedo implica, na pessoa destes e de forma conjunta, a exigibilidade do cumprimento do dever de lançamento de OPA. No entanto, a CMVM acedeu ao pedido de derrogação desta obrigação, na medida em que a participação de controlo imputável à Zopt decorrente da concretização da fusão, foi deliberada pelas sociedades participantes a 7 de março de 2013, uma vez que constava expressamente da deliberação da assembleia geral da Zon, sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida, que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA (cf. a alínea c) do n.º 1 do artigo 189.º do CVM).

Ainda de acordo com a CMVM, esta derrogação afastará a exigibilidade de cumprimento do dever de lançamento de OPA por Isabel dos Santos e Belmiro Mendes de Azevedo enquanto a participação de controlo àqueles indiretamente imputável for exercida pelos identificados *ultimate beneficial owners*.

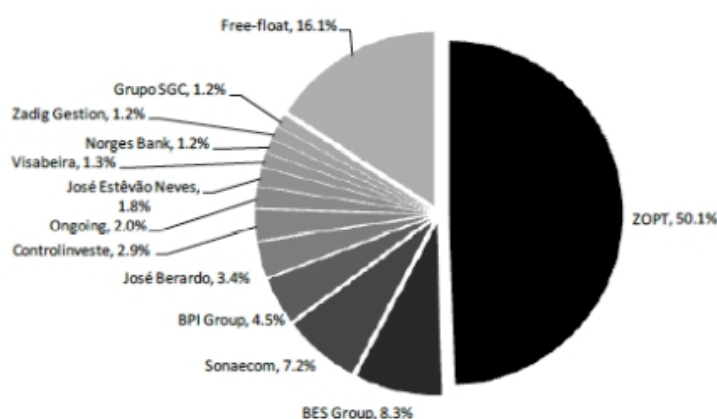
A CMVM finaliza o ofício enviado à Zopt, afirmando que, no momento em que a fusão se venha a concretizar e se verificarem preenchidos os pressupostos da constituição do dever de lançamento de OPA, esta deverá confirmar-lhe a não alteração dos pressupostos de facto em que a presente decisão se fundamenta, caso em que derrogação poderá produzir efeitos.

Decorrente desta decisão e, tendo em conta a atual estrutura acionista da Zon, conforme apresentamos no capítulo anterior, o gráfico seguinte apresentamos a estrutura acionista da empresa que resultará da fusão.

---

da alínea b) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM.

Fonte: Millenium Investment Banking



**Gráfico 6.1:** Estrutura acionista da Zon Optimus

#### 4.6. Registo definitivo da fusão

Conforme, tivemos oportunidade de analisar na Parte I da nossa investigação, de acordo com o artigo 112.º do CSC, os efeitos da fusão, nomeadamente a extinção das sociedades incorporadas, a transmissão do património para a sociedade incorporante e a passagem dos sócios das sociedades extintas para sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade nos termos previstos e votados no projeto de fusão, ocorrem à data do registo definitivo da operação.

A 27 de agosto, um dia depois da autorização da AdC, foi realizado o registo definitivo da fusão entre a Zon e a Optimus na Conservatória do Registo Comercial. Em comunicado enviado à CMVM:

(...) a Zon Optimus SGPS informa que foi hoje [27-8-2013] concluído o registo comercial da fusão entre a Zon Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia e a Optimus SGPS, na sequência do projeto de fusão aprovado pelas respetivas assembleias gerais extraordinárias de acionistas, em 7 de março de 2013, e da verificação das condições a que a operação e estava sujeita.

Neste sentido, o primeiro dos passos a realizar prendeu-se com a transferência para a Zopt<sup>156</sup>, das ações que as empresas da Engenheira Isabel dos Santos e a Sonaecom detêm, respetivamente, na Zon e na Optimus. Seguindo-se de um aumento em espécie do capital social da Zopt de 50 para 716 milhões de euros, a Sonaecom subscreveu 358 milhões de ações da sociedade, através da entrega de 81,8% do capital da Optimus. Enquanto Isabel dos Santos, através da Kento Holdings e da Unitel International, subscreveu exatamente o mesmo número de ações, entregando 28,8% do capital da Zon<sup>157</sup>.

Nesta data foi ainda divulgado o acordo parassocial estabelecido entre as partes, que prevê que a Zopt terá um conselho de administração com um número par de elementos, cuja escolha será

<sup>156</sup> A sociedade-veículo, que como referimos, foi criada para avançar com a operação e passa a deter mais de 50% do capital do novo grupo.

<sup>157</sup> Ver tabela 6.1.

repartida pelos dois acionistas. Estabelecendo, da mesma forma, que as ações não poderão ser vendidas e, nomeadamente, que as partes:

obrigam-se a fazer o necessário para que a Zopt não transfira a titularidade das ações representativas do capital da Zon Optimus (...), com exceção das ações que excedam a quantidade necessária para que a sua participação não se torne igual ou inferior a metade do capital e direitos de voto.

Outras comunicações foram feitas nesta data à CMVM, dando conta do cumprimento de mais passos essenciais para cumprir o projeto de fusão. Nomeadamente a transferência do património da Optimus para a Zon, a alteração do nome da sociedade e um aumento de capital. Neste sentido, todo o património da Optimus pode ser integrado na Zon, que entretanto alterou a designação da sociedade para Zon Optimus.

No que se refere ao aumento de capital, também exigido pela operação, o aumento elevou o montante de 3 milhões para 5,1 milhões de euros. Este aumento de capital realizou-se com a emissão de 206 milhões de novas ações da Zon, distribuídas à Sonaecom e à Zopt, a empresa veículo criada pela Sonaecom e a pela empresária Isabel dos Santos para transferir as participações que detinham na Zon e na Optimus respetivamente<sup>158</sup>.

Ainda nesta data, a Zon Optimus entregou à CMVM um pedido de admissão à cotação das ações da nova sociedade.

Como referimos na primeira parte da nossa investigação o processo jurídico de fusão termina com o registo comercial da operação na Conservatória do Registo Comercial. Apesar de termos focado os procedimentos mais importantes do processo jurídico, muitos outros pormenores ficaram por analisar. Todavia no ponto seguinte apresentamos a cronologia do processo jurídico da operação de fusão entre a Zon e a Optimus.

#### **4.7. Cronologia do processo jurídico**

- 14-12-12 Zon e Optimus avançam para a fusão;
- 19-12-12 Zon inicia negociações formais com a Optimus para aprovar a fusão; Comissões executivas das duas empresas juntam-se para definir em que termos ocorrerá a fusão;
- 21-01-13 Administrações da Zon e da Optimus aprovaram o projeto de fusão por incorporação da Optimus na Zon Optimus;  
Empresas notificam a CMVM sobre a operação e a Zon solicita a declaração de derrogação do dever de lançar de OPA;
- 01-02-13 Notificação da AdC sobre a operação;
- 11-02-13 AdC pede parecer à ANACOM e à ERC sobre a operação;

---

<sup>158</sup> Ver figura 6.1.

- 21-02-13 Credores da Zon aprovam fusão com a Optimus;
- 06-03-13 ERC emite parecer favorável ao negócio entre a Zon e a Optimus;
- 07-03-13 Assembleias gerais da Optimus e da Zon aprovam a fusão;
- 11-04-13 ANACOM dá luz verde à fusão com alguns compromissos;
- 18-04-13 CMVM dispensa OPA na fusão Zon/Optimus;
- 02-07-13 Zon e Optimus negociam condições com a AdC para que a operação se realize;
- 30-07-13 AdC emite projeto de decisão que dá luz verde à fusão;
- 26-08-13 AdC aprova a operação;
- 27-08-13 Registo da operação na Conservatória do Registo Comercial.

## 5. Análise contabilística

Dado que a operação de concentração entre a Optimus e a Zon não se encontra, à data totalmente finalizada, o nosso objetivo, nesta análise é averiguar como será realizada a contabilização da operação, de forma a responder à nossa quarta questão de instigação.

De acordo com o que conseguimos apurar, através da entrevista realizada à TOC da Sonaecom, “a Zon [entidade adquirente] aplicará a IFRS 3, na contabilização da operação”<sup>159</sup>. Com efeito, “ainda durante o mês de setembro deverá reconhecer os ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis da Optimus [entidade adquirida] pelos seus justos valores, reconhecendo também o *goodwill*”, que será posteriormente testado quanto à imparidade, não sendo assim amortizado<sup>160</sup>.

De acordo com a TOC esta contabilização inicial será realizada de forma provisória, nos termos do § 45 da IFRS 3 que estipula que:

Se a contabilização inicial de uma concentração de atividades empresariais não estiver concluída no final do período de relato em que ocorre a concentração, a adquirente deve relatar nas suas demonstrações financeiras quantias provisórias para os itens cuja contabilização não tenha sido concluída. Durante o período de mensuração, a adquirente deve ajustar retrospectivamente as quantias provisórias reconhecidas à data de aquisição de modo a refletir novas informações obtidas sobre factos e circunstâncias que existiam à data de aquisição e que, se fossem conhecidas, teriam afetado a mensuração das quantias reconhecidas nessa data. Durante o período de mensuração, a adquirente deve também reconhecer ativos ou passivos adicionais se novas informações forem obtidas sobre factos e circunstâncias que existiam à data de aquisição e que, se fossem conhecidas, teriam resultado no reconhecimento

<sup>159</sup> Ver como deve ser realizada a contabilização de uma CAE de acordo com esta norma no Ponto 2 do Capítulo 2 da Parte I. Apesar de aí termos efetuado a análise contabilística com base na NCRF 14, chamamos à atenção para os pequenos pontos de discordância com a IFRS 3.

<sup>160</sup> Convém lembrar que, como vimos anteriormente, a mensuração dos ativos e passivos da Zon não será afetada pela transação, nem quaisquer ativos ou passivos adicionais serão reconhecidos como consequência da transação, porque não são objeto da transação.

desses ativos e passivos nessa data. O período de mensuração termina assim que a adquirente receber as informações que procurava sobre factos e circunstâncias que existiam à data de aquisição ou vier a saber que não é possível obter mais informações. Porém, o período de mensuração não deve exceder um ano a contar da data de aquisição.

Neste sentido a Zon terá o período de um ano para realizar o apuramento definitivo do justo valor dos ativos e dos passivos. Ainda de acordo com a norma, durante este período, o reconhecimento de um aumento (redução) na quantia provisória reconhecida para um ativo identificável (passivo) é realizado através de uma redução (aumento) no *goodwill*. Torna-se importante referir que de acordo com o § 32 da IFRS 3 o *goodwill* será inicialmente dado pelo remanescente do custo da operação<sup>161</sup>, e o justo valor dos ativos, passivos e passivos contingentes reconhecidos pela Zon.

Até à data da conclusão da nossa pesquisa não conseguimos quantificar qual o impacto da aplicação do justo valor porque as empresas ainda não começaram a trabalhar na revalorização do património da Optimus. Todavia conseguimos apurar através das entrevistas que realizámos que existem alguns itens que certamente sofrerão grande alteração, nomeadamente a carteira de clientes, as licenças móveis e os ativos fixos (tangíveis e intangíveis), nomeadamente algumas estruturas de rede móvel. De acordo com a TOC, estes itens certamente estarão contabilizados no balanço da Optimus a um valor mais baixo do que o seu verdadeiro valor.

Adicionalmente será dada também especial atenção aos passivos contingentes dado que a IFRS 3 ao contrário da norma das provisões (IAS 37) permite que se reconheça os passivos contingentes, desde que possam ser mensurados com fiabilidade.

Outro dos aspetos relevantes a analisar é o tratamento subsequente que será dado ao *goodwill*. De acordo com as notas explicativas às Demonstrações Financeiras Consolidadas da Zon referentes a 2012 apuramos que é prática da empresa efetuar testes de imparidade ao *goodwill* anuais e sempre que seja identificado um evento ou alteração nas circunstâncias que indique que este possa estar com imparidade<sup>162</sup>. Conforme estas notas as perdas por imparidade são reconhecidas na rubrica de “Amortizações e Depreciações”. Dada a importância desta questão, decidimos colocá-la nas nossas entrevistas. De acordo com o que conseguimos apurar junto da TOC da Sonaecom, a Zon continuará a aplicar esta política no tratamento do *goodwill*.

Quanto às divulgações, de acordo com o que averiguamos nas entrevistas, “serão feitas todas as que são exigidas pela IFRS 3”.

## 6. Impactos Fiscais

---

<sup>161</sup>O custo da operação será dado pelo número de ações emitidas pela Zon necessárias à remuneração da Sonaecom, detentora da Optimus, à cotação da data de aquisição.

<sup>162</sup>Estes testes são realizados com base em avaliações do valor em uso e de acordo com o método dos fluxos de caixa descontados, as quais sustentam a recuperabilidade da quantia escriturada do *goodwill*. Os valores destas avaliações são suportados pelas *performances* históricas e pelas expectativas de desenvolvimento dos negócios e dos respetivos mercados, consubstanciadas em planos de médio/longo prazo aprovados pela Administração.

Neste ponto respondemos à nossa quinta questão de investigação que se prende com a determinação dos impactos fiscais deste tipo de operação.

De acordo com a informação presente no projeto de fusão, para efeitos fiscais as sociedades optaram pela aplicação do regime de neutralidade fiscal, pelo que, para efeitos fiscais a operação terá contabilização será feita de modo diferente. Neste sentido, nos mapas fiscais da Zon, a totalidade dos elementos do ativo e do passivo da Optimus, aparecerão ao custo histórico, conforme constam no respetivo balanço, ou seja, não serão objeto de revalorização para o justo valor. Adicionalmente, conforme apuramos em entrevista ao departamento jurídico da Optimus, “a Zon comprometer-se-á a manter inalteradas as políticas que vinham sendo seguidas na Optimus relativamente a depreciações ou amortizações sobre os elementos do ativo, bem como a ajustamentos, perdas por imparidade e provisões transferidas”.

Como tivemos oportunidade verificar no ponto 3 do Capítulo 2 da Parte I da nossa análise estas são as condições necessárias para que se aplique este regime de neutralidade. Assim, de acordo com o artigo 74.º e seguintes do CIRC, conclui-se que a operação não terá impactos fiscais dado que o lucro tributável da sociedade beneficiária será determinado como se não tivesse ocorrido fusão, ou seja haverá um diferimento da tributação para o momento em que a Zon Optimus venha a alienar os ativos transferidos.

Quanto aos sócios das sociedades fundidas, uma vez observadas as condições acima referidas, existirá, da mesma forma, um diferimento da tributação, não havendo lugar a tributação se as novas participações sociais forem valorizadas, para efeitos fiscais, pelo valor das antigas.

Ainda de acordo com a análise que realizámos anteriormente, estas operações, de acordo com o artigo 60.º do EBF, estão isentas de IMT, IS, e a emolumentos e de outros encargos legais que se mostrem devidos pela prática dos atos inseridos nos processos.

## **7. Integração pós fusão**

A correta integração das sociedades é um dos fatores mais importantes para que se garanta o sucesso da operação. Dada a importância desta questão, decidimos reservar uma das nossas questões de investigação a esta problemática. Com efeito, neste ponto apresentamos a forma como a será realizada a integração da Optimus na Zon.

Apesar do processo ainda não estar concluído, as administrações da Zon e da Optimus estão cientes da influencia deste aspeto no sucesso da operação. De acordo com um artigo publicado pelo Jornal de Negócios do dia 6 de agosto último “a Zon e a Optimus já estão a avançar nos preparativos para a integração operacional, tendo contratado a Boston Consulting Group (BCG) para as ajudar no processo”<sup>163</sup>.

De acordo com a entrevista que realizamos ao *investor relations* da Optimus, constatamos que

---

163 A BCG é uma empresa global de consultoria de gestão, sendo líder mundial em estratégia de gestão.



este processo será “facilitado pela complementaridade entre os grupos em termos de redes, plataformas e infraestruturas, dado que a Zon é um operador essencialmente fixo e a Optimus um operador essencialmente móvel”. Neste sentido “não existe grande sobreposição em termos de infraestruturas” o que facilitará muito o processo de integração.

Não obstante, de acordo com a mesma fonte, existem áreas de sobreposição onde a integração terá uma dificuldade acrescida. “Com a conclusão do processo, terão de ser integradas duas empresas de grande porte, que apesar de serem complementares em termos de infraestruturas, contam com mais de 1000 colaboradores diretos em cada uma delas”. É aqui que se destaca a dificuldade de integração. De acordo com o entrevistado cada organização possui a sua cultura específica, tendo em conta, justamente, a forma como constrói a sua história e a estratégia que utiliza para conduzir os seus negócios. Adicionalmente, refere que a cultura não é um subproduto, mas antes uma parte integral da organização, daí a importância da sua correta integração.

De acordo com o que conseguimos apurar, “este será um processo vários meses, para o qual foi designada uma equipa transversal às duas empresas que será responsável por, em conjunto com a BCG, realizar a integração das empresas”. Ainda de acordo com a entrevista que realizamos, “não haverá áreas fora desta equipa, pelo que envolverá pessoas de todas as áreas das duas empresas, nomeadamente ligadas aos recursos humanos, *marketing* e clientes, que assumem especial relevância na integração”.

Com efeito, no curto prazo, o objetivo será estar o mais rapidamente possível, e em condições de competir no mercado das telecomunicações de forma integrada, onde a PT e a Vodafone (principais concorrentes) já estão a fazê-lo sem qualquer limitação. Mais a longo prazo espera-se que a empresa atinja uma cultura única capaz de definir estratégias para alcançar as sinergias perspetivadas.

## **8. Impactos da fusão para a sociedade**

A nossa última questão de investigação prende-se com o impacto da fusão para o consumidor final. Como vimos no ponto 7 do Capítulo 1 da Parte 1 da nossa investigação podem haver estratégias de concentração empresarial benéficas ou prejudiciais para o consumidor.

Neste ponto, baseando-nos nas diversas notícias divulgadas pela comunicação social e nas entrevistas que realizámos, apresentamos os principais impactos desta operação, tentando detectar se a operação será positiva ou negativa para a sociedade em geral.

De acordo com um artigo publicado pelo jornal *World Finance*, “após a aprovação da AdC da operação de fusão entre a Zon e a Optimus, o setor de telecomunicações de Portugal está em risco de cair em um duopólio, referindo que a mudança vai criar um sério concorrente ao incumbente do setor” – a Portugal Telecom (PT). O risco de duopólio foi uma das observações realizadas pelos concorrentes da Zon e da Optimus, nomeadamente a PT, a Vodafone e a Cabovisão à AdC. Todavia, a entidade

reguladora, concedeu autorização à operação, com os “remédios” que já mencionamos<sup>164</sup>. Dada a missão desta entidade – garantir a aplicação da política de concorrência em Portugal – espera-se que a constituição da Zon Optimus não seja prejudicial ao consumidor.

Como já referimos o setor das telecomunicações é muito intensivo em termos de investimento, onde as economias de escala são muito importantes. Neste contexto, Portugal, dada a sua dimensão, não tem espaço para muitos operadores, considerando-se que da fusão entre a Zon e a Optimus conduzirá a uma estrutura de mercado mais balanceada. De acordo com o *investor relations* da Sonaecom:

Admite-se que esta operação trará alguns benefícios para o consumidor, nomeadamente o aumento da competitividade, pela criação de uma empresa de maior dimensão, que mais facilmente concorrerá com o incumbente (PT). Basta ver o que aconteceu ao mercado: assim que foi anunciada a operação de fusão entre as empresas em apreço, a PT lançou um pacote *quadruple play* [o M4O] com benefícios claros para o consumidor.

Neste sentido espera-se as empresas do setor das comunicações realizem esforços de forma a oferecer serviços mais inovadores, de maior qualidade e a menor preço, proporcionando uma dinamização do mercado. O entrevistado, conclui afirmando que:

(...) a concretização da operação proporcionará uma estrutura de mercado mais equilibrada no setor das telecomunicações conduzindo à sua dinamização, ou seja, será mais vantajoso para o consumidor haver três operadores fortes [PT, Zon Optimus e Vodafone] a haver uma operadora forte [PT] e três operadoras menos fortes [Vodafone, Optimus e Zon].

## 9. Conclusão

Nesta seção da nossa investigação procedemos à discussão dos resultados alcançados através da triangulação dos dados obtidos pelos métodos abordados no Capítulo 1. Começamos por constatar que o mercado das telecomunicações, setor onde se inserem as empresas em análise, está em fase de maturidade, com quotas de mercado estabilizadas. Considera-se que a entrada da Zon no mercado, em 2008, após o *spin off* da PT, acabou por distorcer os equilíbrios existentes, que já não eram favoráveis a algumas das empresas instaladas.

A agravar à situação destas empresas, o setor das telecomunicações implica um investimento muito elevado em infra-estruturas e manutenção. Assim, a obtenção de massa crítica suficiente em termos de clientes, que permita obter ganhos de escala, é fundamental para fazer face aos elevados custos fixos<sup>165</sup>. Este tem sido o principal problema apontado à Optimus, dado não ter conseguido obter os clientes necessários a obtenção de economias de escala.

No caso da Zon, constatamos que empresa encontra-se desequilibrada para concorrer no setor como um todo, pois não oferece serviço móvel com rede própria, algo que é necessário para que a empresa possa oferecer o serviço *quadruple play* de maior qualidade.

---

<sup>164</sup> Ver ponto 6.4.

<sup>165</sup> Os custos marginais são bastante reduzidos, e depois de instaladas as infraestruturas e de se ter atingido uma dimensão razoável, o custo marginal de um novo cliente é muito diminuto.

Neste sentido, os órgãos de gestão da Optimus e da Zon concluíram que a fusão das duas empresas, que são altamente complementares, configura uma das melhores alternativas de crescimento. Com efeito as motivações apontadas para a realização da operação foram o aumento de dimensão, a consolidação da atividade, o fomento da concorrência, da produtividade e da inovação, a criação de um grupo mais forte através da realização de sinergias e aumento da exposição e crescimento internacional.

Tomada a decisão de avançar para a operação as comissões executivas das duas empresas juntaram-se, a partir de 19 de dezembro, para determinar os termos em que se desenrolaria a operação. Ainda que de forma sucinta, apresentámos no nosso estudo os métodos utilizados para a avaliação das empresas que serviu de base à determinação das relações de troca, inerentes aos processos de fusão. Neste ponto constatamos que foi apurado um quociente entre o valor da Zon e o da Optimus em 1,5; ou seja, a empresa que resultar da fusão será constituída a 60% pela Zon e 40% pela Optimus.

Seguidamente apresentámos o processo jurídico da fusão. Este foi um processo longo e com algumas particularidades, dado que, para além de todas as formalidades estabelecidas pelo CSC<sup>166</sup>, foi necessária a autorização da AdC, uma vez que a empresa que resultará da fusão atinge os limites estabelecidos no artigo 37.º da Lei da Concorrência. A entidade reguladora deu luz verde à operação, a 26 de agosto de 2013, com algumas condições. Estas condições visam essencialmente uma rede de fibra ótica construída e partilhada em parceria com a Vodafone e a suspensão das cláusulas de fidelização dos clientes *triple play* da Optimus durante um determinado período de tempo.

A concretização da fusão ficou também a depender da emissão pela CMVM da declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA. Como analisámos, com a concretização da fusão será constituído um veículo – a Zopt – detido em partes iguais pela Engenheira Isabel dos Santos e pela Sonaecom que deterá mais de metade do capital da Zon Optimus. Com efeito, decorrente do dever estabelecido no artigo 187.º do CVM, este veículo terá de lançar uma OPA sobre a totalidade das ações e de todos os outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à subscrição ou aquisição. Todavia, foi proposto à assembleia geral de acionistas da Zon, sociedade à qual seria lançada a oferta, o requerimento à CMVM da derrogação deste dever ao abrigo do artigo 189.º do CVM. Os acionistas votaram, com grande expressão, a favor da fusão, nas condições estabelecidas no projeto de fusão, nomeadamente, sem a necessidade de lançamento de OPA por parte da Zopt. A CMVM acedeu ao pedido das empresas e decidiu emitir a declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA a 19 de abril de 2013.

O próximo passo prendeu-se com o registo definitivo do processo, data em que se deram os efeitos da operação – extinção da Optimus através da transmissão dos direitos e obrigações para a Zon e a passagem dos sócios da Optimus a sócios da Zon (que passou a designar-se Zon Optimus) nos termos previstos e votados no projeto de fusão.

---

<sup>166</sup> Ver ponto 1, Capítulo 2 da Parte I.

Neste capítulo, fizemos ainda uma previsão de como será contabilizada a operação. De acordo com o que apuramos com base nas entrevistas que realizamos, a operação será contabilizada, de acordo com as orientações da IFRS 3 o que implicará uma revalorização de todo o património da Optimus para o justo valor. Todavia, não existe quantificação do impacto desta revalorização, pois as equipas de gestão de sociedades ainda não começaram a trabalhar neste processo. Conforme a entrevista que realizamos com a TOC da Optimus, especula-se que serão alvo de grande alteração, decorrente da aplicação do justo valor, a carteira de clientes, algumas licenças móveis, assim como alguns ativos fixos (tangíveis e intangíveis) nomeadamente certas infraestruturas de rede. Posteriormente a diferença entre o custo da operação e o justo valor do património transferido será contabilizada como *goodwill*. Convém salientar que a Zon, tal como estipulado na IFRS 3, divulgará provisoriamente a contabilização da operação, dispondo de um ano para realizar ajustamentos no justo valor do património transferido. Esses ajustamentos implicarão um reajuste na quantia inicialmente reconhecida como *goodwill*.

Contrariamente, para efeitos fiscais, uma vez que as sociedades optaram pela aplicação do RNF, a contabilização será realizada ao custo histórico, ou seja, a totalidade dos elementos do ativo e do passivo da Optimus, tal como constam no respetivo balanço, serão globalmente transferidos e inscritos nos mapas fiscais da Zon. Desta forma, a operação não terá qualquer impacto fiscal, ou seja, o lucro tributável da sociedade beneficiária (Zon) será determinado como se não tivesse ocorrido fusão, havendo um diferimento da tributação para o momento em que a sociedade beneficiária venha a alienar os ativos. Com a aplicação deste regime, os sócios da Optimus também não serão tributados no momento da realização da operação, mas apenas posteriormente quando alienarem as novas partes de capital recebidas.

Posteriormente introduzimos na nossa análise a forma como será realizada a integração da Optimus na Zon. Constatámos com base nas entrevistas realizadas que a integração das empresas será facilitada pela complementaridade entre as duas operadoras. Existem, contudo, áreas de sobreposição onde a integração apresenta uma dificuldade acrescida. Para isso, foi designada uma equipa transversal às duas empresas e a todas as áreas a integrar que em conjunto com uma empresa de consultoria externa tanto à Zon como à Optimus – a *Boston Consulting Group* – serão responsáveis por esta tarefa.

Quanto aos impactos para o consumidor concluímos, através da análise do mercado assim como das entrevistas realizadas, que a concretização da operação trará a Portugal uma operadora integrada e forte em todos os segmentos de negócio que poderá concorrer de uma forma mais balanceada com a PT. De acordo com o *investor relations* da Optimus “torna-se perceptível que os consumidores sairão beneficiados, pois terão acesso a melhores produtos com melhores preços decorrente da concorrência entre as operadoras”.

# CONCLUSÕES FINAIS

## 1. Conclusões Gerais

As estratégias de concentração empresarial, onde se enquadram as fusões, são consideradas uma das melhores estratégias para aumentar o valor dos acionistas, apesar da dificuldade associada à sua correta implementação. Dada esta complexidade, as fusões tem sido objeto de um grande número de estudos e pesquisas, visando a sua melhor compreensão. Todavia, decorrente do facto de envolverem questões das mais variadíssimas áreas, não existem muitos estudos que as concentrem num único trabalho. Esta destacou-se como a nossa principal motivação para a realização deste trabalho.

Focados nessas diversas áreas nomeadamente, financeira, societária, contabilística e fiscal, na Parte I da nossa investigação, desenvolvemos um vasta revisão teórica e normativa, aos procedimentos a tomar num processo de fusão. Começámos por apresentar, no Capítulo 1, uma revisão geral aos processos de fusão, onde abordámos os vários tipos de fusão, as motivações e evidenciamos alguns dos fatores de sucesso e fracasso de acordo com a literatura. Aqui constatamos que as fusões são classificadas como horizontais quando ocorrem entre empresas que operam e concorrem no mesmo ramo de atividade, verticais quando ocorrem entre empresas que se situam em diferentes fases da cadeia de produção e em conglomerado quando ocorrem entre empresas que atuam em mercados não relacionados, visando essencialmente uma estratégia de diversificação.

Vimos que existem diversas razões/motivações que estão na base deste tipo de estratégia, contudo destacam-se entre as mais comuns, o aumento de dimensão, a realização de sinergias, o alcance de novos mercados e a complementaridade. Quanto aos fatores de êxito destas operações destacamos a boa estruturação do processo através de uma forte *due diligence*, a comunicação clara entre as partes envolvidas assim como a correta integração pós fusão.

Decorrente do facto das fusões serem altamente reguladas, decidimos introduzir, no Capítulo 2, a sua análise normativa. Começámos por apresentar todo o processo jurídico a ser seguido pelos órgãos de gestão. Constatamos que este processo é altamente minucioso. De uma forma geral inicia-se com a realização do projeto de fusão pelas administrações das sociedades que é posteriormente sujeito a fiscalização interna e externa, registo, publicação e deliberação pelos sócios. O processo jurídico termina com o registo da fusão na conservatória do Registo Comercial, momento que se dão os efeitos da fusão: (i) extinguem-se as sociedades incorporadas ou, no caso de constituição de nova sociedade, todas as sociedades fundidas, transmitindo-se os seus direitos e obrigações para a sociedade incorporante ou para a nova sociedade e (ii) os sócios das sociedades extintas tornam-se sócios da sociedade incorporante ou da nova sociedade.

Avançámos para o enquadramento contabilístico das operações de fusão, onde descrevemos

como devem ser contabilizadas as operações de fusão. As normas que atualmente prescrevem o tratamento destas operações são a NCRF 14 e a IFRS 3. Pelo facto destas duas normas serem muito semelhantes baseamos a nossa análise na NCRF 14, notificando os pontos de discordância coma IFRS 3. De uma forma geral, de acordo com estas normas, as fusões devem ser contabilizadas pela aplicação do método da compra, pelo que os ativos, passivos e passivos contingentes transferidos devem ser revalorizados para o justo valor. Posteriormente a diferença entre o custo da operação e o justo valor dos elementos transferidos deve ser contabilizada como *goodwill*. Existe ainda o caso particular das fusões sob controlo comum, em que não se aplica nem a IFRS 3 nem a NCRF 14. Como analisamos este é um tipo de concentração muito comum em Portugal. Nestas operações o património é transmitido ao custo histórico, sendo que qualquer diferença resultante entre o valor do património transferido e o custo da operação deve ser adicionado ou deduzido às reservas, conforme adequado, não havendo lugar a reconhecimento de qualquer tipo de *goodwill*.

Terminámos a revisão normativa com a introdução do regime fiscal aplicável às fusões. Constatámos que existem dois regimes que podem ser aplicados em alternativa a estas operações: o regime geral e o regime da neutralidade fiscal. De acordo com o regime de neutralidade desde que os elementos patrimoniais, sejam valorizados para efeitos fiscais, na sociedade beneficiária, pelos mesmos valores por que estavam registados nas sociedades de origem e esta sociedade garanta que lhes dá para todos os efeitos o mesmo tratamento que tinham nas sociedades fundidas não há lugar a apuramento de resultados nestas últimas em consequência da transferência desses elementos ou da anulação de ajustamentos, perdas por imparidade e outras correções de valor assim como de provisões. Por outro lado quando não é adotado este regime as operações são tributadas de acordo com o regime geral. De acordo com este regime são apurados os resultados ao nível da sociedade fundida, em consequência da transferência de elementos patrimoniais dessa sociedade para a sociedade beneficiária, tendo em conta o valor de mercado desses elementos, e bem assim em resultado da anulação de ajustamentos, perdas por imparidade e outras correções de valor, assim como de provisões. Em contrapartida, na sociedade beneficiária os ativos são valorizados para efeitos fiscais ao valor de mercado, que funciona para todos os efeitos, como valor de aquisição, podendo os elementos do ativo fixo transferidos ser depreciados, sendo caso disso, como bens adquiridos em estado de uso. Ao nível dos sócios, pode haver lugar a tributação dos sócios da sociedade contribuidora em consequência da troca de participações sociais ou da receção de novas participações sociais a acrescer às anteriormente detidas.

Antes de avançarmos para o estudo empírico, dedicámos um último capítulo (Capítulo 3) da revisão da literatura à problemática da avaliação de empresas. A correta avaliação das empresas envolvidas num processo de fusão assume extrema importância, uma vez que é a partir dela que é obtida a correta relação de troca, que garante que o(s) sócios das sociedade(s) fundida(s), participam no capital da sociedade resultante da fusão de forma a manterem o valor da participação que tinham

na(s) sociedade(s) fundida(s), ou seja, espera-se que esta relação de troca garanta que todos os sócios fiquem com participações sociais de valor correspondente às que tinham anteriormente à operação de reestruturação. Não obstante verificamos que a determinação do justo valor de uma empresa é um processo extremamente complicado. Na procura de esclarecer esta questão introduzimos vários métodos de avaliação de empresas, nomeadamente o valor contabilístico (histórico e ajustado), o valor de mercado, a avaliação por múltiplos, a avaliação baseada no desconto de dos de caixa e as opções reais apresentando sempre as vantagens e inconvenientes de cada modelo. A conclusão a que chegámos após a análise é que as avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas de desempenho e de aspetos de mercado, envolvendo, portanto, considerável grau de subjetividade, levando a que na maior parte dos casos, a correta avaliação esteja associada à aplicação de vários métodos.

Analizados todos estes aspetos teóricos e normativos, avançamos para o estudo empírico. Dado o objetivo da nossa investigação – analisar de uma forma global o processo de fusão – optamos por uma metodologia qualitativa de foro descritivo, por ser a estratégia de investigação que nos permite um conhecimento mais profundo sobre a prática e por ser aquela que melhor se adequa para explicar uma situação ou para descrever um fenómeno inserido num determinado contexto. Com efeito escolhemos a recente fusão por incorporação da Optimus na Zon.

A escolha deste caso mostrou-se pertinente no contexto do nosso trabalho, dada a atualidade que o mesmo reveste assim como a sua complexidade – envolve duas grandes empresas nacionais do ramo das telecomunicações. Esta investigação socorreu-se da diversa documentação sobre a operação divulgada pelas empresas e nos Relatórios e Contas das duas sociedades. Este foi um caso com elevada exposição na comunicação social, pelo que realizamos também uma revisão profunda de todas as notícias que foram saindo ao longo do tempo sobre o caso. Posteriormente, na tentativa de validar e esclarecer esta informação, realizámos entrevistas com profissionais diretamente ligados à operação.

Antes de avançarmos para a apresentação dos resultados, tornou-se imperativo, ainda que de forma muito sucinta, realizar uma análise ao setor das telecomunicações e a cada uma das empresas. Na análise referente ao setor das telecomunicações, optamos por dividi-lo em segmentos de mercado (TV por subscrição, telefone fixo, Internet fixa e móvel e comunicações móveis) apresentando as quotas de mercado dos diferentes *players*. Para a análise das empresas, optamos por, de uma forma geral, apresentar o percurso e os serviços oferecidos por de cada uma delas. Com esta análise tornou-se clara a complementaridade existente entre a Zon, que se destaca no negócio da televisão paga e da banda larga e a Optimus, que se destaca nas telecomunicações móveis.

Recolhida toda esta informação procedemos à triangulação dos dados e a discussão dos resultados. De acordo com os resultados que apresentamos, apesar deste ter sido um caso extremamente complexo, não se distanciou muito da análise teórica e normativa que realizamos na primeira parte do nosso trabalho. Curiosamente, as motivações apontadas pelos órgãos de gestão das

sociedades, nomeadamente aumento da dimensão; consolidação da atividade; fomento da concorrência, da produtividade e da inovação; realização de sinergias e aumento da exposição e crescimento internacional são amplamente apontadas pela literatura como as principais motivações nos processos de fusão.

Para a avaliação das empresas, que levaram ao estabelecimento de um quociente entre o valor da Zon e da Optimus em 1,5, foram usados os modelos baseados nos fluxos de caixa descontados, que de acordo com a literatura financeira são os métodos que apresentam maior rigor e fiabilidade, em conjunto com a avaliação por múltiplos de mercado. Neste ponto, destacam-se novamente as conclusões da análise teórica que realizamos na primeira parte do nosso trabalho, onde constatamos que o uso em conjunto dos métodos de avaliação, proporciona uma avaliação mais consistente.

O processo jurídico, apesar de ser longo, ocorreu de acordo com os trâmites legais estipulados no CSC, tal como descrevemos na Parte I da nossa investigação. Destacam-se como particularidades, uma vez que não são aplicáveis a todos os processos de fusão, a necessidade de autorização da AdC, decorrente da ultrapassagem dos limites estipulados no artigo 36.º da Lei da Concorrência e a necessidade de emissão pela CMVM da declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA, decorrente da ultrapassagem do limite do artigo 187.º do CMV.

A nível contabilístico decorrente do facto da Zon apresentar as suas demonstrações financeiras de acordo com as normas internacionais de contabilidade, a operação será contabilizada de acordo com a IFRS 3 – *Business Combinations*, pelo que todo o património da Optimus será revalorizado para o justo valor. A diferença entre o custo da aquisição e o justo valor do património transferido será reconhecida como *goodwill*.

Para efeitos fiscais, tal como na generalidade dos casos de fusão, foi aplicado o regime especial de tributação: o regime da neutralidade fiscal. Este regime é amplamente aplicado pelas empresas que realizam operações de fusão. Todavia, para que o regime possa ser aplicado, para efeitos fiscais, a contabilização da operação, meramente para efeitos de apuramento do lucro tributável, será reconhecida ao custo histórico, ou seja, a totalidade dos elementos do ativo e do passivo da Optimus, tal como constam no respetivo balanço, serão globalmente transferidos e inscritos nos mapas fiscais da Zon. Desta forma, a operação não terá qualquer impacto fiscal, ou seja, o lucro tributável da Zon será determinado como se não tivesse ocorrido fusão havendo um diferimento da tributação para o momento em que a sociedade venha a alienar os ativos. Com a aplicação deste regime, os sócios Optimus (Sonaecom) também não foram tributados no momento da realização da operação, mas apenas ulteriormente se alienarem as partes de capital recebidas.

Quanto à integração pós fusão da Optimus na Zon, concluímos que serão tidos em conta alguns dos fatores de sucesso discriminados na primeira parte do nosso trabalho, nomeadamente a designação de uma equipa abrangente, com responsáveis das diversas áreas a integrar, que em conjunto com uma consultora externa serão responsáveis por integrar as duas empresas da melhor



forma. Aqui destaca-se um ponto de desconformidade entre a operação estudada e a generalidade das operações de fusão. De acordo com a análise que fizemos, logo no início da nossa investigação, existe evidência de que os gestores não dão a merecida atenção à integração pós fusão, motivo pelo qual muitas operações não atingem as sinergias esperadas. No caso da Zon Optimus, consideramos que não se verifica esta falta de atenção. Neste momento as equipas de integração já se encontram a estudar a melhor forma de integrar a Optimus na Zon.

Finalmente analisamos os impactos da operação para o consumidor final. De acordo com a análise teórica realizada na Parte I do nosso estudo, existem boas e más operações de concentração, sendo difícil concluir se na generalidade são positivas ou negativas para a economia em geral.

Não obstante, verificamos que a fusão entre a Zon e a Optimus trará a Portugal uma operadora integrada e forte em todos os segmentos de negócio que poderá concorrer de uma forma mais equilibrada com a PT. De acordo com as entrevistas que realizamos tornou-se constatamos que os consumidores sairão beneficiados, pois terão acesso a melhores produtos com melhores preços decorrente da concorrência entre as operadoras.

## **2. Limitações do estudo**

A juntar às limitações à metodologia aplicada na nossa investigação, introduzidas no ponto 7 do Capítulo 1 da Parte II, podemos apontar mais duas grandes limitações à nossa investigação. A primeira prende-se ao facto da análise cingir-se ao estudo de um único caso restrito ao setor das telecomunicações, não podendo, portanto ser totalmente generalizado a outros casos de fusão. De acordo com Yin (2005), o estudo de múltiplos casos contribui para um estudo mais convincente, pois permite contrastar as respostas obtidas de forma parcial com cada caso que se analisa. Deste modo, se as conclusões forem idênticas nos diferentes casos, a possibilidade de generalização é aumentada.

A segunda refere-se ao facto do processo de fusão analisado ser extremamente recente, pelo que tornou-se impossível avaliar concretamente como será feita a contabilização da operação, nomeadamente qual o impacto da aplicação do justo valor ao património da Optimus. Dada esta restrição, não conseguimos, da mesma forma, constatar se as sinergias e benefícios esperados se realizam. Esta análise só seria possível se existisse um intervalo de tempo considerável após a total concretização da operação.

## **3. Sugestões para investigação futura**

Como sugestão para trabalhos futuros, caberiam estudos quantitativos e qualitativos de longo prazo de operações de concentração empresarial envolvendo um maior número de empresas, de entrevistados por empresa, e maiores períodos de análise, visando abordar todos os aspetos mencionados na nossa investigação na busca de se obter resultados mais concretos sobre o alcance dos

objetivos da transação e criação de valor.

Dada a longa revisão teórica e normativa que realizamos, deparamo-nos com algumas questões que dada a sua relevância merecem novos desenvolvimentos. A primeira delas referente à diversificação da atividade. A questão da diversificação é muito controversa na literatura, pelo que seria extremamente interessante proceder à aplicação sistemática de um questionário a empresas que tivessem realizado fusões com o objetivo de diversificar a sua atividade de forma a perceber se estas operações são criadoras ou destruidoras de valor.

A nossa investigação não se focou na performance das ações das empresas. Seria importante a existência de estudos que realizassem uma análise à cotação das ações, antes, durante e depois ao processo de fusão. No caso da Zon Optimus não é possível realizar este tipo de investigação, dado que a operação é extremamente recente. No entanto seria interessante realiza-la no prazo de um ou dois anos de forma a averiguar qual o impacto da operação na cotação das ações.

A nível normativo deparamo-nos também com muitas questões, principalmente a nível contabilístico, nomeadamente a aplicação do justo valor a todo o património transferido. Neste sentido, seria útil a realização de um estudo que demonstrasse o impacto da aplicação do justo valor aos ativos, passivos e passivos contingentes transmitidos numa operação de fusão, assim como os fatores que as entidades têm em conta nessa revalorização.

Na esfera contabilística suscitaram-nos, ainda, questões associadas ao *goodwill*, mais precisamente ao nível dos testes de imparidade. Consideramos que a realização de estudos que demonstrem os fatores considerados pelas empresas no reconhecimento de perdas por imparidade no *goodwill* seria extremamente útil, dada a subjetividade que assombra estas temáticas.

## BIBLIOGRAFIA

Almeida, António P. (2011) *Sociedades Comerciais – Valores Mobiliários e Mercados*. Coimbra: Coimbra Editora.

ANACOM (2012), Anuário do Setor das Comunicações de 2012. Lisboa. Documento disponível em: <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1143751> [5-5-2013]

ANACOM (2013), Informação Estatística do Serviço de Acesso à Internet. 1.º Trimestre de 2013. Lisboa. Documento disponível em: <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1162197> [5-5-2013]

ANACOM (2013), Informação Estatística do Serviço de Telefone Fixo. 1.º Trimestre de 2013. Lisboa. Documento disponível em: <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1161903> [5-5-2013]

ANACOM (2013), Serviço de Televisão por Subscrição – Informação Estatística. 1.º trimestre de 2013. Lisboa. Documento disponível em: <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1161915> [5-5-2013]

ANACOM (2013) Serviços móveis – Informação estatística. 1.º Trimestre de 2013. Lisboa. Documento disponível em: <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1162118> [5-5-2013]

Ansoff, H. Igor (1987) *Corporate Strategy*. New York: Penguin Books.

Araújo, Cidália; Pinto, Emília M.F.; Lopes, José; Nogueira, Luís; Pinto, Ricardo (2008) *Estudo de caso*. Universidade do Minho – Instituto de Educação e Psicologia. Working paper.

Arnold, John; Hope, T.; Southworth, A.; Kirrkham, L. (1994) *Financial Accounting*. New York: Prentice Hall.

Bart, M. (1994) “Fair value Accounting: Evidence from Investment Securities and the market Valuation of Banks”, *The Accounting Review*, Vol. 69, n.º 1, 1-21.

Barlev, Benzion (1973) “Business Combination and the Creation of Goodwill” *Accounting and Business Research*, Vol. 3, Autumn, 304–308.

Barata, Alberto da Silva (2002) *Concentração de Empresas e Consolidação de Contas*. Lisboa: Editorial Notícias.

Barros, Victor M. S. (2011) *Impacto da Fiscalidade nas Decisões de Fusões e Aquisições em Portugal*. Lisboa: Dissertação de Mestrado em Finanças, ISEG.

Bastardo, Carlos; Gomes, António R. (1990) *Fusões e aquisições (M&A): uma abordagem de avaliação de empresas*. Lisboa: Texto editora.

Baxe, Domingos S. A. (2010) *A Tutela dos Direitos dos Sócios em Sede de Fusão, Cisão e Transformação das Sociedades*. Coimbra: Almedina.

Bedford, N. M.; Burton, E. J. (1977) “Goodwill” in Davindson, Sidney; Weil, Roman (eds) *Handbook of Modern Accounting*. New York: McGraw-Hill Book Company, 21.1–21.21.

Bilau, José J. (1994), *Tratamento Fiscal das Fusões de Sociedades*. Dissertação de Mestrado em

Gestão, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa.

Bogdan, Robert; Biklen, Sari (1994). *Investigação Qualitativa em Educação, Coleção Ciências da Educação*, Porto: Porto Editora.

Botelho, Cândida (2009) *Avaliação de Empresas – Gestão Financeira*. Instituto de Estudos Superiores de Fafe. Working paper.

Brain & Company (2007) *Fusões e Aquisições: A Importância do Elemento Humano*. Documento disponível em:

[http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São\\_Paulo/Fusões%20e%20Aquisições%20-%20a%20importancia%20do%20elemento%20humano.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São_Paulo/Fusões%20e%20Aquisições%20-%20a%20importancia%20do%20elemento%20humano.pdf) [2-11-2012]

Brealey, Richard A.; Myres, Stewart C.; Allen, Franklin (2008) *Principles of Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill.

Brozen, Yale (1982) *Mergers in Perspective*. Washington, D.C.: American Enterprise Institute for public Policy Research.

Bruner, R.F. (2004) “Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 63-76.

Brunovs, Rudolf e Kirsch, Robert J. (1991) *Goodwill Accounting in Selected Countries and the Harmonization of International Accounting Standards*. Abacus, Vol. 27, nº 2, 35–161.

Câmara, Francisco S. (2007) “Aspectos Contabilísticos e fiscais nas fusões e cisões” in Almeida, Alexandre; Câmara, Francisco Sousa; Sanches, J.L. Saldanha; Gama, João Taborda (Eds.) *O Direito do Balanço e as Normas Internacionais de Relato Financeiro*, Coimbra: Coimbra Editora, 159-183.

Canning, John B. (1929) *The Economics of Accountancy – A Critical Analysis of Accounting Theory*. New York: The Ronald Press Company.

Carvalho, Carla; Rodrigues, A. M.; Ferreira, C. (2010) “Imparidade do goodwill na transição para a IFRS 3: O caso português” *Estudos do ISCA*, Série IV, N.º1. Aveiro.

Castro, Denise M. F. (2010) *Criação de Valor em Fusões e Aquisições*. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas. Universidade de São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

Castro, Elvis N. (2012) *A manipulação de resultados em Portugal através do goodwill*. Tese de mestrado em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico do Porto.

Chatterjee, S., Lubatkin, M., Schweiger, D. & Weber, Y. (1992) “Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital” *Strategic Management Journal*, 13(5), 319-334.

Chatterjee, S. & Lubatkin, M. (1990) “Corporate mergers, stockholder diversification, and changes in systematic risk” *Strategic Management Journal*, 11(4), 255-268.

Chatterjee, S. (1986) “Types of synergy and economic value: The impact of acquisition on merging and rival firms” *Strategic Management Journal*, 7(2), 199-139.

Chatterjee, S. (1992) “Sources of value in takeovers: Synergy or restructuring implications for target

and bidder firms” *Strategic Management Journal*, 13(4), 267-286.

Chauvin, Keith W.; Hirschey, Mark (1994) “Goodwill, Profitability, and the Market Value of the Firm” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 13, nº 2, Summer, 159–180.

Churyk, N. T. (2005) “Reporting goodwill: are the new accounting standards consistent with market valuations?” *Journal Of Business Research*, vol. 58, nº 10, 13-53.

CMVM (2013) Parecer da Comissão de Auditoria sobre a Fusão entre a Zon e a Optimus. Documento disponível em:  
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV43240.pdf> [22-01-2013].

CMVM (2013) Projeto de decisão de não oposição da Autoridade da Concorrência (“AdC”). Documento disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46245.pdf> [30-6-2013].

CMVM (2013) Parecer da Comunicação de Auditoria. Documento disponível em:  
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV43240.pdf> [22-01-2013].

CMVM (2013) Projeto de fusão, aprovado pelos acionistas da ZON e da Optimus. Documento disponível em:  
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/1.%20projecto%20de%20fusão.pdf> [28-01-2013].

CMVM (2013) Deliberação da CMVM sobre a derrogação do dever de lançamento de OPA, condicionado à produção de efeitos da fusão, datado de 19 de abril de 2013. Documento disponível em:  
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/2.%20Deliberação%20da%20CMVM.pdf> [19-04-2013].

CMVM (2013) Comunicado de participação qualificada da ZOPT, por via do qual esta assume a imputação da participação anteriormente detida pelas sociedades Kento e Unitel (Eng.<sup>a</sup> Isabel dos Santos). Documento disponível em:  
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/3.%20Participação%20Qualificada%20Zon.pdf> [27-08-2013].

CMVM (2013) Comunicado de participação qualificada da Sonaecom, informando sobre a imputação a si da participação qualificada imputável à sua participada ZOPT. Documento disponível em:  
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/4.%20Comunicado%20de%20PO%20Sonaecom.pdf> [27-08-2013].

CMVM (2013) Comunicado sobre a celebração de acordo parassocial, por via do qual as sociedades Kento+Unitel e a Sonaecom estabelecem um domínio conjunto sobre a ZOPT, que por sua vez passa a deter mais de 50% do capital da Zon. Documento disponível em:  
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/5.%20Acordo%20Parassocial%20ZOPT.pdf> [27-08-2013].

CMVM(2013) Comunicado de informação privilegiada sobre o registo da fusão e a produção de efeitos da derrogação do dever de lançamento de OPA, concedida pela CMVM. Documento disponível em:  
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/6.%20Informação%20sobre%20o%20registo%20da%20fusão%20Zon%20Optimus.pdf> [27-08-2013].

CMVM (2003) Informação privilegiada sobre passagem dos empréstimos obrigacionistas da

Sonaecom/Optimus para a Zon, na sequência do processo de fusão, divulgado pela ZON. Documento disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/7.%20Emissões%20Obrigacionistas%20na%20Sequência%20do%20Processo%20de%20Fusão%20-%20divulgado%20pela%20Zon.pdf> [[27-08-2013].

CMVM (2013) Informação privilegiada sobre passagem dos empréstimos obrigacionistas da Sonaecom/Optimus para a Zon, na sequência do processo de fusão, divulgado pela Sonaecom. Documento disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46573.pdf> [27-08-2013].

CMVM (2013) ZON OPTIMUS, SGPS, SA, informa sobre emissão de ações da sequência da conclusão do processo de fusão e aumento de capital e pedido de admissão à negociação. Documento disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/ODRA46591.pdf> [27-08-2013].

CMVM (2013) Comunicado de participação qualificada da Zopt, informando sobre a imputação de direitos de voto na sequência da conclusão do processo de fusão, de aumento de capital e de pedido de admissão à negociação. Documento disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ46593.pdf> [28-08-2013].

CMVM (2013) ZON OPTIMUS, SGPS, SA, informa sobre transação de dirigentes em resultado da conclusão do processo de fusão, de aumento de capital e de emissão de novas ações. Documento disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/TRAN46595.pdf> [28-08-2013].

CMVM (2013) Proposta para assembleia geral relativa ao ponto 4 da ordem de trabalhos: composição da Comissão de Vencimentos. Documento disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46663.pdf> [30-8-2013].

CMVM (2013) Proposta para assembleia geral relativa ao ponto 2 da ordem de trabalhos: eleição dos órgãos sociais, excepto o Revisor Oficial de Contas, para o triénio de 2013/2015. Documento disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46657.pdf> [30-8-2013].

CMVM (2013) Anexo à proposta para assembleia geral relativa ao ponto 1 da ordem de trabalhos: projeto de alteração dos estatutos. Documento disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46653.pdf> [30-8-2013]

CMVM (2013) Proposta para assembleia geral relativa ao ponto 1 da ordem de trabalhos: alteração, por meio de modificação, supressão e/ou aditamento, de todos os artigos dos Estatutos da ZON OPTIMUS, S.G.P.S., S.A., com exceção dos artigos 1.º, 5.º, 6.º e 8.º.

Documento disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46652.pdf> [30-8-2013].

CMVM (2013) Comunicado sobre requerimento para convocação de assembleia geral da Zon Optimus S.G.P.S., S.A., apresentado por parte da acionista Zopt S.G.P.S., S.A. Documento disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR46641.pdf> [30-8-2013].

Conn, R. L.; Nielsen, J. F. (1977) “An empirical test of the Larson-Gonedes exchange ratio determination model” *Journal of Finance*, Vol.32, No.3, pp.749-59.

- Copeland, T.E., Koller, T.; Murrin, J. (2000) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Third edition, New York: Wiley.
- Copeland, T. E.; Koller, T.; Murrin, J. (2006) *Avaliação de empresas – Valuation – Calculando e gerenciando o valor das empresas*. São Paulo: Pearson Education.
- Cordeiro, António M. (2007) *Manual do Direito das Sociedades Comerciais, Volume I – Sociedades em Geral*. Coimbra: Almedina.
- Cornell, B. (1994) *Corporate Valuate Tools for Efective Appaisal and Decision Making*. New York: Macgraw Hill.
- Czerwonka, Leszek (2011) *Announcement of the exchange ratio of the merging companies – impact on the acquiring firms*. University of Gdansk; Gdansk, Poland.
- Damodaran, Aswath (1999) *Applied Corporate finance: a user's manual*. Oboken: John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath (2001) *Corporate Finance: theory and practice*. New York: Oboken: John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath (2002) *A Face Oculta da Avaliação: Avaliação de Empresas da Velha tecnologia e da nova economia*. São Paulo: MAKRON Books - Pearson Education do Brasil.
- Damodaran, Aswath (2005) *The Value of Synergy*. New York: Stern School Business.
- Damodaran, Aswath (2010) *Avaliação de investimentos*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Davis, M. (2005) “Goodwill Impairment: Improvement or Boondoggle?” *Journal of American Academy of Business*, n° 2, 230-236.
- Davis, Michael (1992) “Goodwill Accounting: Time for an Overhaul” *Journal of Accountancy*, June, 75-83.
- Del Pozo, Luis Fernández (2010) *El derecho contable de fusiones y de las otras modificaciones estruturales, Manuales profissionais*. Espanha: Editora Marcial Pons.
- Demark, E. (2002) “What you need to know about new FASB pronouncements that target business combinations and goodwill”. *The CPA Journal*, vol. 72, n° 2, 10.
- Dias, Damasceno; Lopes, Albino; Parreira, Pedro (2011) *Fusões e aquisições: o papel central da liderança intermédia na gestão do choque de culturas*. Lisboa: Editora RH.
- Dicksee, Lawrence Robert(1897) “Goodwill and its treatment in accounts” *The Accountant*, n.º 9, London: Gee & Co..
- Domingos Ferreira (2002a) *Fusões aquisições e reestruturação de empresas*. Volume I Lisboa: Sílabo Editora.
- Domingos Ferreira (2002b) *Fusões e aquisições e reestruturação de empresas*. Volume II. Lisboa: Sílabo Editora.
- Drago, José (2007) *Fusão de Sociedades Comerciais – Notas Práticas*. Coimbra: Livraria Almedina.
- Duarte, Pedro Miguel (2007) *Avaliação de uma empresa não cotada do setor da distribuição*

*cinematográfica (estudo de caso)*. Dissertação de mestrado em Finanças, ISCTE.

Duarte, José B. (2008) “Estudos de caso em educação. Investigação em profundidade em recursos reduzidos e outro modo de generalização” *Revista Lusófona de Educação*, 2008, 11: 113-132.

Eccer, A., Ramesh, K.; Thiagarajan, S. (1996), “Fair value Disclosures of bank Holding Companies” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, 79-117.

Elias, Rute Daniela Henriques Elias (2011) *Concentrações Empresariais: Regime Contabilístico-fiscal da Cisão-fusão*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais, ISEG.

El-Gazzar, Samir; Jacob, Rudy e Shalaby, Afaf. (2004) “An empirical investigation of goodwill attributes and subsequent impairment in the frame of SFAS n.º 141 e 142” *Journal of Accounting and Finance Research*. Winter II, 1-13.

Endler, Luciana (2004) “Avaliação de empresas pelo método de fluxos de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas” *Revista Contexto* (UFRGS) v.4 n.º 6 1º Semestre 2004.

Faria, Maria T. B. V. (1987), “Tratamento Fiscal das Fusões e Cisões de sociedades de capitais” *Revista Científica e Técnica Fiscal*, 243-245, Julho – setembro, 1987.

Falk, H. e Gordon, L. A. (1997) “Imperfect Markets and the Nature of Goodwill” *Journal of Business Finance & Accounting*, Winter, n.º 4, 443-462.

Fernandes, António M. P. (2009) *A Tributação das fusões Dentro e Fora do Regime de Neutralidade Fiscal*. Porto: Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Fernandez, P., 2001. *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions*. IESE (Spain) Working Paper.

Ferreira, M.P. (2007) “Building and leveraging knowledge capabilities through cross-border acquisitions” in Tallman, S. (Ed.) *New Generations in International Strategy*. Edward Elgar Publishing, Ltd.

Ferreira, Leonor Fernandes (2008) *Modelos de avaliação de empresas e utilidade da informação contabilística*. Lisboa: Coleção TESES – Universidade Lusíada de Lisboa.

Flick, U. (2004) *Introducción a la investigación cualitativa*. Madrid: Morata.

Fragoso, A. (2004) “El estudio de casos en la investigación de educación de personas adultas” in Lucio-Villegas, E. (ed.), *Investigación y Práctica en la Educación de Personas Adultas*. Valencia: Nau Llibres, 41-60

França, Maria A. (1988) “Direito à exoneração”, in Centro de Estudos Jurídicos, *Novas Perspectivas no Direito Comercial*. Coimbra: Almedina.

Francis, J. (1990) “Accounting for Futures Contracts and the Effect on Earnings Variability” *The Accounting Review*, Vol. 65, n.º 4, 891-910.

Gaughan, Patrick A. (2011) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons, Hoboken.



Gélard, Gilbert (1989) “Le Traitement Comptable de l'Écart de Première Consolidation: un Débat Capital” *Revue Française de Comptabilité*, n.º 205, 83–85.

Gil, Antônio C. (2008) *Como elaborar projectos de pesquisa*. São Paulo: Atlas.

Godinho, Maria E.; Betencourt, Jacinto (2006) “Alterações à Disciplina Legal da Fusão e da cisão de Sociedades no Código das Sociedades Comerciais” *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*. 15-2006, 15-30.

Goedhart, M., Koller, T. and Wessels, D. (2005) “*The right role for multiples in valuation*”, The McKinsey Quarterly, Web exclusive, March.

Gomes, João; Pires, Jorge (2010), *SNC – teoria e prática*. Lisboa: Editora Vida Económica.

Gonçalves, Diogo C. (2008) *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*. Coimbra: Almedina.

Gonçalves, Diogo C. (2011) “Capítulo IX – Fusão de Sociedades” in Cordeiro, António Meneses (Ed.) *Código das Sociedade Comerciais Anotado*. Coimbra: Almedina, 332 – 470.

González, Néboa Z. G. (2007) “Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial”. *Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa*. Madrid, março de 2007.

Gregoriou, Greg N.; Renneboog, Luc (2007) *International Mergers and Acquisition Activity Since 1990 - Recent Research and Quantitative Analysis*. London: Elsevier Science and Technology – Academic Press.

Greling, Jacques (1999) “Le Grand Retour du Goodwill” *Analyse Financière*, nº 119, 54–32.

Guimarães, Joaquim F. C. (2010) “História da normalização contabilística em Portugal” *Revista TOC*, n.º 127: 34-48.

Gynther, R. S. (1969) “Some 'Conceptualizing' on Goodwill” *The Accounting Review*, April, 247-255.

Hamel, J. (1997) *Étude de cas et sciences sociales*. Paris: L'Harmattan.

Hancu, Lucien-Viorel (2012) *Advances in modeling mergers and acquisitions decisions*. Cluj-Napoca: Casa Cartii di Stiinta.

Harding, David; Rovit, Sam (2004) *Mastering the Merger: Four Critical Decisions That Make or Break the Deal*. United States of America: Brain & Company Inc.

Hayn, C.; Hughes, P. J. (2006) “Leading Indicators of Goodwill Impairment” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. Vol. 3, nº 21, 223-265.

Hendriksen, E.S.; Breda, M.F.V. (1991) *Accounting Theory*. Boston, Massachussets: McGraw-Hill.

Higson, Chris (1998) “Goodwill” *British Accounting Review*, n.º 30, 141–158.

Hirschey, Mark e Richardson, Vernon (2002) “Information Content of Accounting Goodwill Numbers” *Journal of Accounting and Public Policy*, vol.21, 173-191.

- Hitchner, J. (2011) *Financial Valuation – application and models*, New York: Wiley.
- Hitt, M.; Harrison, J.; Best, A. (1998) “Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US firms” *British Journal of Management*, 9(2), 91-114.
- Holgate, Peter (1993) “International Aspects of Accounting for Goodwill and Mergers” in Gray, S. J.; Coenenberg, A. G. e Gordon, P. (Eds.) *International Group Accounting – Issues in European Harmonisation*. London, 2nd Ed., London, Routledge, 297–314.
- Hughes, H. P. (1982) *Goodwill in Accounting: A History of the Issues and Problems*. Research Monograph N° 80, Georgia: Business Publishing Division, College of Business Administration, Georgia State University.
- Jennings, Ross; Robinson, John; Thompson II; Duvall, Linda (1996) “The Relation Between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, n° 4, June, 513–533.
- Jermakowicz, E.; Gornik-Tomaszewski (2006) “Implementing IFRS from the Perspective of EU Publicly Traded Companies” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 15, n.º 2, 170-196.
- Kaplan, S. N. and Ruback, R. S. (1996) The Market Pricing of Cash Flow Forecasts: Discounted Cash Flow vs. the Method of "Comparables". *Journal of Applied Corporate Finance*, 8 (4), pp. 45-60.
- Kiymaz, H. and Kilic, O. (2004) “International Mergers and Acquisitions: a jump diffusion model application” *Journal of Economics and Finance*, vol. 28
- Koller, T., Goedhart; Wessels, 2005. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- KPMG (2011) *The Architecture of Integration: An Essential Guide to Successful Mergers and Acquisitions in Financial Services*. Documento disponível em: <http://www.kpmg.com/Ca/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/architecture-of-integration-report.pdf> [7-6-2013]
- KPMG (2013) Global Outlook Survey. Documento disponível em: <http://www.kpmg.com/US/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/outlook-survey-MA-2013.pdf> [7-6-2013]
- KPMG (2013) Global M&A Predictor. Documento disponível em: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/MA-predictor/Documents/ma-predictor-july-2013.pdf> [7-6-2013]
- Kulatilaka, Nalin (1993) “The value of flexibility: the case of a dual-fuel industrial steam boiler” *Financial Management*, v. 22, n.º 3, Autumn: 271-280.
- Landsman, W. (2007) “Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research”, *Accounting and Business Research*, Special Issue: International Accounting Policy Forum, 19-30.
- Larson, Kermit D.; Gonedes, Nicholas J. (1969) “Business combinations: an exchange ratio determination model”; *The Accounting Review*, october 1969: 720-728.

Laville, Christian; Dionne, Jean (1999) *A construção do saber. Manual de metodologia de pesquisa em ciências humanas*. Porto Alegre: Artmed.

Leake, P. D (1914) “Goodwill: Its Nature and how to Value it” *The Accountant*, January n.º 17, 81-90.

Lemme, Celso Funcia (1999) “Revisão dos modelos de avaliação de empresas e suas aplicações nas práticas de mercado” *Revista de Administração*, São Paulo v. 36, n.º2, abril/junho 2001. 117-124.

Li, Z.; Shroff, P. e Venkataramaw, R. (2004) *Goodwill impairment loss: causes and consequences*. Working Paper.

Lima, João P. C.; Antunes, Maria T. P.; Neto, Octávio R. M.; Peleias, Ivam R. (2012) “Estudos de caso e sua aplicação: proposta de um esquema teórico para pesquisas no campo da contabilidade” *Revista de Contabilidade e Organizações*, Vol. 6, n.º 14: 127-144.

Lipton, Martin (2006) *Merger waves in the 9<sup>th</sup>, 20<sup>th</sup> and 21<sup>st</sup> centuries*. The Davies Lecture. Osgoodle Hall Law School. York University.

Lobo, Carlos B. (2006), “Neutralidade fiscal das fusões: benefício fiscal ou desagravamento estrutural? Corolário ao nível do regime de transmissibilidade de prejuízos” *Fiscalidade: Revista de Direito e Gestão Fiscal* 26/27. 29-61.

Lopes, Carlos A.R. (2006) “Consolidação de contas versus fusões de empresas” *Revista TOC* n.º 79: 21-32.

Lopes, Carlos A. R. (2009) “As recentes alterações das normas contabilísticas no âmbito da concentração de atividades empresariais (SNC e IFRS)” *Revista TOC* n.º 117: 44-50.

Lopes, Carlos A. R. (2010); “Equivalência patrimonial Vs. Consolidação de balanços e demonstrações de Resultados”. *Revista TOC* n.º 128: 34-46.

Lopes, António R. (2011) *Consolidação de Contas de acordo com o SNC e Normas Internacionais de Contabilidade (IAS/IFRS) – Teoria e casos práticos*. Lisboa: Edições Sílabo.

Loughran, T.; Vijh, A. M. (1997) “Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?” *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5, 1765-1790.

Luehrman, T. A., 1997. “What's it worth? A General Manager's Guide to Valuation” *Harvard Business Review*, May-June 1997, 132.

Ma, Ronald; Hopkins, Roger (1992) “Goodwill – An Example of Puzzle-Solving” in *Accounting: a Reply*. Abacus, Vol. 28, nº 1, 113–115, 1992.

Major, Maria J.; Vieira, Rui (2012) *Contabilidade e Controlo de Gestão: Teoria, Metodologia e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.

Marques, António M. C. (1999) *As Fusões e Aquisições na Reestruturação de Indústrias em Declínio – Avaliação do Sistema de Incentivos à Revitalização e Modernização Empresarial (SIRME)*. Dissertação de Mestrado em Ciências Económicas. Universidade da Beira Interior – Departamento de Economia e Gestão.

Marques, Elda; Giné, Orlando Vougler (2011) “Artigo 98.º” in Abreu, Jorge M. Coutinho (Ed.) *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coimbra: Almedina, Vol. 1, 176 – 192

Marques, Maria C. C. (2007) “As concentrações de atividades empresariais segundo a IFRS 3” Auditores e Revisores – *Revista dos Revisores Oficiais de Contas* Jul/Set 2007: 17-35.

Marques, Mónica S. R. (2010) *Operação de Aquisição de Empresa – estratégia Fiscal*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, ISCTE.

Marques, Elda; Giné, “Capítulo IX – Fusão de Sociedades” in Abreu, Jorge M. Coutinho (Ed.) *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*. Coimbra: Almedina.

Markides, Constantinos C. (1998) “To Diversify or Not to Diversify” in Harvard Business Review (eds.) *Harvard Business Review on Strategies for Growth*. Boston: Harvard Business School Press, 79-99.

Marks, M.L.; Mirvis, P. H. (1998) *Joining forces: Making one plus one three in mergers, acquisitions and alliances*. San Francisco: Jossey Bass.

Martin, K. J., 1996. “The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership” *The Journal of Finance*, 51 (4), pp. 1227-1246.

Martins, Eliseu (2001) *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à económica*. São Paulo: Atlas.

Martins, António (2010) *Justo Valor e Imparidade em Ativos Fixos, Tangíveis e Intangíveis: aspectos financeiros, contabilísticos e fiscais*. Coimbra: Edições Almedina.

Martins, António (2013) “Uma nota sobre estimativas, taxas de desconto e mensuração de ativos e passivos” in Rodrigues, Ana Maria; Tavares, Tomás Cantista (Eds.) *O SNC e os Juízos de valor – uma perspetiva crítica e multidisciplinar*. Coimbra: Almedina, 65-87.

Martinez, Antônio L. (1999) “Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios” 23.º *Encontro da ANPAD*. Foz do Iguaçu.

Massoud, M. F. e Raiborn C. A. (2003) “Accounting for goodwill: are we better off?” *Review of Business*, vol. 24, nº 2, 26-32.

Matos, Albino (2001) *Constituição de Sociedades, Teoria e Prática* (Formulário), 5.ª Edição Revista e Atualizada

Matos, Pedro V.; Rodrigues, Vasco (2000) *Fusões e Aquisições : Motivações, Efeitos e Política*. Cascais: Princípia.

Mckinsey & Company (2005) *Valiation-Measuring and amnaging the value of companies*. John Wiley & Sons.

McNamara, Gerry M.; Haleblain, Jarayer J.; Dykes, Bernardine J.: (2008) “The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Banndwagonn Effects, and the Moderating influence of industry characteristics and acquirer Tactics” *Academy of Management Jornal*, n.º 1, 113-130.

Meirinhos, Manuel; Osório, António (2010) “O estudo de caso como estratégia em educação” *EDUSER: revista de educação* 2010 Vol. 2(2): 49-65.

Mendes, José M. (2006) *Sociedades por Quotas e Anónimas*. Coimbra: Livraria Almedina.

- Morais, Ana I.; Lourenço, Isabel C. (2005) *Aplicação das normas do IASB em Portugal*. Lisboa: Publisher Team.
- Morais, Ana I. (2013) “Principais implicações da adopção do justo valor” in Rodrigues, Ana Maria; Tavares, Tomás Cantista (Eds.) *O SNC e os Juízos de valor – uma perspetiva crítica e multidisciplinar*. Coimbra: Almedina, 17-47.
- Mota, António G.; Ferreira, Miguel; Nunes, João P. (2012) *Finanças da empresa – Teoria e prática*. Lisboa: Edições Silabo.
- Muller, Aberbal N.; Teló, Admir R. (2003) “Modelos de avaliação de empresas” *Revista FAE*, maio/dezembro 2007: 97-121.
- Nelson, K. (1996) “Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS 107” *The Accounting Review*, Vol. 71, 161-182.
- Neves, João C. (1993) *Timing and Economic Value of Mergers and Acquisitions*. Ph.D. Thesis, Manchester Business School, University of Manchester.
- Neves, João C. (2002) *Sucessões e Aquisições*. Lisboa: Formédia – Criação e Desenvolvimento de Empresas.
- Neves, João C. (2007) *Avaliação de empresas e negócios*. Lisboa: McGraw Hill.
- O'Brien, J. (2005) *Relevance and Reliability of Fair Value: Discussion of Issues Raised in fair Value Accounting for Financial Instruments: Some Implications for Bank Regulation*. Working Paper.
- OCDE (2013) *OCDE Communications Outlook 2013*. Paris: OCDE Publications. Documento disponível em: [http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/science-and-technology/oecd-communications-outlook-2013\\_comms\\_outlook-2013-en](http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/science-and-technology/oecd-communications-outlook-2013_comms_outlook-2013-en) [4-5-2013].
- Pais, Cláudio (2013) “O justo valor e a obrigação de benefícios de reforma” in Rodrigues, Ana Maria; Tavares, Tomás Cantista (Eds.) *O SNC e os Juízos de valor – uma perspetiva crítica e multidisciplinar*. Coimbra: Almedina, 93-107.
- Patton, M. Q. (1990) *Qualitative evaluation and research methods*. Newbury Park, CA: Sage.
- Pereira, Ana Margarida (2012) *Modelo de negócio e avaliação de empresas: o caso ISA*. Relatório de estágio do mestrado em Gestão, FEUC.
- Pereira, M. H. de Freitas (2004), “Justiça fiscal e neutralidade dos impostos” *O Economista* 17, 84-88.
- Pereira, M. H. de Freitas (2010), “Regime Fiscal Aplicável a Fusões, Cisões e Entrada de Activos - Novos Desenvolvimentos” in Miranda, Jorge; Cordeiro, António M.; Ferreira, Eduardo P.; Nogueira, José D. (2010) *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Paulo de Pitta e Cunha*. Vol. II, Coimbra, Livraria Almedina.
- Pereira, Renato et al. (2008) *Harmonização Contabilística Internacional*. Lisboa: Bnomics.
- Pereira, Miguel M. (2009) *Lei da Concorrência Anotada*. Coimbra: Coimbra Editora
- Pereira, M. A. S. (2007) *Fusões e Aquisições: Um Estudo em uma Empresa Nacional do Setor*

*Energético*. Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade Novos Horizontes.

Perez, Marcel M.; Fama, Rubens (2004) “Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação” *Revista Administração em Diálogo*, São Paulo, n.º 6, 2004: 101-112.

Pimpão, M. (1997) *Contabilização do Goodwill – Um Tema Controverso*. Dissertação apresentada à Universidade Aberta para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças Empresariais.

Pinto, José Alberto Pinheiro (2013) “Contabilidade e justo valor” in Rodrigues, Ana Maria; Tavares, Tomás Cantista (Eds.) *O SNC e os Juízos de valor – uma perspetiva crítica e multidisciplinar*. Coimbra: Almedina, 5-13.

Pires, Claudio L.P.; Dorés, Adely M.B. (2000) *Fusões e aquisições no setor das telecomunicações; Características e enfoque regulatório*. Working Paper.

Piza, Joaquim M. T. (2010) *Fusões e Aquisições: Um estudo de caso de dois processos envolvendo empresas de catering aéreo*. Tese de mestrado apresentada à Escola de Engenharia de São Carlos. São Paulo.

Ponte, João P. (2006) *Estudos de caso em educação matemática*. Bolema, 25, 105-132.

Portugal (1990) *Código do imposto sobre o rendimento das pessoas Coletivas – Comentado e Anotado*. Lisboa: Direção-geral das Contribuições e Impostos.

Rapapport, Alfred (2001) *Gerando valor para o accionista*. São Paulo: Atlas

Ravenscraft, D. J.; Sherer, F. M. (1987) *Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency*. Washington DC: Brookings Institution, P. 202-203.

Reilly, Frank k. (1962) “What determines the ratio of exchange in corporate mergers?” *Finantial Analysts Journal*, november – december 1962.

Richard, J. (2004) “Te Secret Past os Fair Value: Lessons from History Applied to the french Case” *Accounting in Europe*, Vol.1, n.º 1, 95-107

Rock, Milton L. (1994) *The mergers and Acquisitions Handbook*. USA: Mcgraw-Hill.

Rodrigues, Ana Maria Gomes (2006) *O Goodwill nas Contas Consolidadas*. Coimbra: Coimbra Editora.

Rodrigues, Ana Maria Gomes (2003) *O Goodwill nas Contas Consolidadas: uma análise dos grupos não financeiros portugueses*. Tese de Doutoramento em Organização e Gestão de Empresas. Coimbra: Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Rodrigues, João (2011) *Sistema de Normalização Contabilística Explicado: SNC Explicado*. Porto: Porto Editora.

Romão, Filipe; Pontes, Marta (2006) “Fusões, Cisões, Entradas de Activos e Permutas de Acções. Alguns Aspectos Fiscais” *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. 15-2006, 93-98.

Ross, S., Westerfield, R.; Jaffe, J.; Jordan, M. (2010) *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.

Rouse, Ted; Frame, Tory (2009) *The 10 steps to successful M&A integration*. Brain Company. Documento disponível em:

<http://www.bain.com/publications/articles/10-steps-to-successful-ma-integration.aspx> [3-2-2013]

Russo, Fábio C. (2012) “Fusão e Cisão de Sociedades (Portugal) ” in Coelho, Fábio Olhoa; Ribeiro, Maria de Fátima (Eds.) *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*. Coimbra: Almedina, 589 – 613.

Sands, J. L. (1963) *Wealth, Income and Intangibles*. Toronto, University of Toronto Press.

Santos, Ana Isabel D. L. T. (1997) *O conceito de Goodwill surgido na Aquisição de Empresas: da Evidência Financeira à Relevância Contabilística*. Lisboa, Dissertação apresentada à Universidade Aberta para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças Empresariais.

Santos, Pedro Miguel Pedrosa Gomes (2009) *A inevitável fusão entre a Sonaecom e a Zon*. Relatório de projeto em Mestrado em Finanças: ISCTE.

Sanches, J. L. Saldanha (2008), “Fusão inversa e neutralidade (da Administração) fiscal” *Fiscalidade: Revista de Direito e Gestão Fiscal* 34, 7-34.

Santos, José L.; Schmit, Paulo; Fernandes, Luciean A. (2012) *Contabilidade Avançada – Aspectos Societários e Tributários*. São Paulo: Editora Atlas.

Savor, P.G. and Lu, Q. (2008) “Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?” *The Journal of Finance*, Vol. 64: Issue 3, 1061-1097.

Schiehl, E. (2001) *The interdependence between performance measurement systems, governance structure and firm performance*. Degree of Doctor of Philosophy in Business Administration. École des Hautes Études Commerciales.

Schoenberg, Richard (2003) “Mergers and acquisitions: motives, value creation and interpretation” in *The Oxford Handbook of Corporate Strategy*. Oxford: University Press.

Scott, J.T. (1989) “Porpositive Diversification as a Motive for Merger” *International Journal of Industrial Organization*, 7, 35-77.

Seth, Anju; Song, Kean P.; Pettit, Richardson (2000) “Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of U.S. firms” *Journal of International Business Studies*. 31,3. 387-505.

Singh, H.; Montgomery, C. (1987) “Corporate acquisitions strategies and economic performance” *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.

Silva, F. V. Gonçalves; Pereira, J. M. Esteves; Rodrigues, Lúcia Lima (2006); *Contabilidade das Sociedades*. Lisboa: Plátano Editora.

Silva, Eduardo Sá (2011) *Gestão Financeira – Opções Reais*. Lisboa: Vida Económica.

Silva, Amândio; Antunes; João; Paula F. (2011) *Dissolução, Liquidação, Fusão e Cisões de Sociedades (aspectos Contabilísticos e Fiscais)*, Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas: Formação Segmentada, Novembro de 2011.

Soares, Maria E.; Aleixo, M.C.; Silva, S. (2012) “A divulgação de informação consolidada nas empresas do PSI20” Instituto Politécnico de Setúbal – Escola Superior de Ciências Empresariais. 135a.

Sonaecom (2012) Relatório e Contas. Documento disponível em:  
<http://www.sonae.com/rc2012/pt/> [9-6-2013]

Stake, R. E. (1994) “Case Studies” in Dezin, Norman k.; Lincoln, Yvonna S. (eds.), *Handbook of qualitative research* (pp. 236-247). Newsbury Park: Sage.

Stake, R. E. (1999) *Investigación con estudio de casos*. Madrid: Morata.

Stallworth, H. L.; Digregorio, D. W. (2005) “Earnings Management and Accounting for Acquisition” *Internal Auditing*, n.º 20, Vol. 6, 9-16.

Sirower, M.L. and Sahni, S. (2006) “Avoiding the “Synergy Trap: Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18, n.º 3, 83-95

Tanure, Betânia (2005) “O encontro das culturas organizacionais”, in *Fusões aquisições e parcerias*. São Paulo: Atlas

Tearney, Michael. G. (1971) *A Critical Analysis of Accounting for Goodwill*. Dissertation for the Degree of Doctor of Philosophy, University of Missouri – Columbia.

Teixeira, Manuela D. (2009) “Reestruturação de empresas e limites do planeamento Fiscal, Algumas Notas” in Câmara, Francisco Sousa; Sanches, J.L. Saldanha; Gama, João Taborda (Eds.) *Reestruturação de empresas e limites do planeamento fiscal*. Coimbra: Coimbra Editora, 237-277.

Townsend, James B. (1997) *Corporate Mergers and acquisitions: one more wave to consider*. Business Horizons, Indiana, janeiro/fevereiro 1997.

Trigeorgis, L. (1993) “Real Options and Interactions with Financial Flexibility” *Financial Management* 22, no. 3: 202-224.

Valente, Hélder M.S. (2005) *Fusões e aquisições: Regulação e Finanças das Empresas*. Porto: Vida Económica.

Vasconcelos, Joana (2001) *A Cisão de Sociedades*. Lisboa: Universidade Católica Editora

Ventura, Raul (1990) *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades – Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina.

Wasserstein, B. (2000) *Bid Deal: 2000 and beyond*. New York: Warner Books.

Watts, R. (2003) “Conservantism in Accounting Part I: Explanations and Implications” *Accounting Horizons*, n.º 17, 207-223.

Weston. J.E. (1966) “The determination of share exchange ratios in merger” *The University of Chicago Press*, 1966.

Wilson, A.; Heitger, D.; Gregory B. “Financial accounting impact of new accounting for business combinations and intangible assets” *Ohio CPA Journal*, vol. 61, n.º 1: 52-54.

Wright, P.; Kroll, M.; Parnnel, L. (2000) *Administração estratégica: conceitos*. São Paulo: Atlas.

Xavier, A. Lobo; Fidalgo, I. S.; Montenegro, J. M. (2012) “A cisão-fusão e o relevo fiscal da atribuição de participações aos sócios das sociedades cindidas – reflexões sobre o regime previsto nos artigos 73º e seguintes do Código do IRC” in Ferreira, Eduardo P.; Palma, Clotilde C.; Torres, Heleno



T. (Eds.) *Livro em Homenagem ao Professor Doutor Alberto Xavier*. Coimbra: Livraria Almedina.

Yagil, J (1987) “An exchange ratio Determination Model for Mergers: a note” *Finantial Review*. Vol. 22, pp 195-202.

Yin, R. (2009) *Applications of case study research*. Beverly Hills, CA: Sage Publishing.

Yin, R. (2005). *Estudo de Caso. Planejamento e Métodos*. Porto Alegre: Bookman.

ZON (2012) Relatório e Contas. Documento disponível em:

[http://www.zon.pt/institucional/PT/Assembleia-Geral/2013\\_abril/Documents/RC\\_PRINT%20\\_PT.pdf](http://www.zon.pt/institucional/PT/Assembleia-Geral/2013_abril/Documents/RC_PRINT%20_PT.pdf) [1-6-2013].

ZON (2013) Assembleia Geral de Obrigacionistas de 21 de fevereiro de 2013. Documento disponível em:

[http://www.zon.pt/institucional/PT/Assembleia-Geral/fevereiro-2013/Documents/Proposta%20CA%20\(ponto%201%20da%20Ordem%20de%20Trabalhos\)%20-%202010\\_2014.pdf](http://www.zon.pt/institucional/PT/Assembleia-Geral/fevereiro-2013/Documents/Proposta%20CA%20(ponto%201%20da%20Ordem%20de%20Trabalhos)%20-%202010_2014.pdf) [21-2-2013].

ZON (2013) Deliberação da assembleia geral extraordinária de acionistas. Documento disponível em:

[http://www.zon.pt/institucional/Documents/Noticias%20e%20Comunicados/20130307\\_DelibAG\\_7Mar\\_PT.pdf](http://www.zon.pt/institucional/Documents/Noticias%20e%20Comunicados/20130307_DelibAG_7Mar_PT.pdf) [9-3-2013].

ZON (2013) Assembleia Geral de 7 de março de 2013 Ponto três da Ordem de Trabalhos – Proposta do Conselho de Administração. Documento disponível em:

[http://www.zon.pt/institucional/PT/Assembleia-Geral/2013-marco/Documents/3\\_Proposta\\_Execucao\\_%20Deliberacoes%20AG.pdf](http://www.zon.pt/institucional/PT/Assembleia-Geral/2013-marco/Documents/3_Proposta_Execucao_%20Deliberacoes%20AG.pdf) [9-3-2013].

ZON (2013) Convocatória Assembleia Geral de Acionistas. Documento disponível em:

<http://www.zon.pt/institucional/Documents/Noticias%20e%20Comunicados/ConvocatoriaAGZON7MARPOR.pdf> [25-01-2013].



## **ANEXOS**

---

# ANEXO I – Balanço das Sociedades Participantes

## Zon Multimédia – Serviços de telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.

Balanço em 31 de dezembro de 2012 e 2011

(montantes expressos em euros)

ATIVO	31-12-12	31-12-11
<b>ATIVO NÃO CORRENTE</b>		
Ativos Fixos tangíveis	975.797	945.852
Goodwill	76.608.005	76.608.005
Ativos intangíveis	922.585	2.772.715
Participações financeiras – método d equivalência patrimonial	331.621.175	307.174.683
Participações financeiras – outros métodos	82.727	76.727
Outras contas a receber	48.546.587	48.715.587
Outros ativos financeiros	20.546.85	21.746.485
Ativos por impostos diferidos	2.999.314	1.872.042
Total ativo não corrente	482.302.675	459.947.876
<b>ATIVO CORRENTE</b>		
Adiantamentos a fornecedores	187.747	248.239
Estado e outros entes públicos	482.527	38.296
Outras contas a receber	765.406.183	827.394.284
Diferimentos	107.175	96.748
Caixa e depósitos bancários	265.000.892	391.713.474
Total ativo corrente	1.034.386.199	1.219.509.041
<b>Total Ativo</b>	<b>1.516.388.199</b>	<b>1.279.456.917</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>		
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>		
Capital realizado	2.090.968	3.090.968
Ações próprias	(913.504)	(554.401)
Reservas legais	3.556.300	3.556.300
Outras reservas	107.244.535	120.878.878
Resultados transitados	9.667.556	27.256.087
Outras variações no capital próprio	51.094.534	36.751.941
Resultado líquido do período	173.740.389	190.979.773
	35.721.310	34.725.549
<b>Total do Capital próprio</b>	<b>209.461.699</b>	<b>325.705.322</b>
<b>PASSIVO</b>		
<b>PASSIVO NÃO CORRENTE</b>		
Provisões	65.774.136	62.704.691
Financiamentos obtidos	473.718.872	482.343.342
Outros passivos financeiros	8.050.646	2.226.692
<b>Total passivo não corrente</b>	<b>545.543.655</b>	<b>547.274.725</b>
<b>PASSIVO CORRENTE</b>		
Fornecedores	2.080.807	2.366.332
Provisões	400.000	-
Estado e outros entes públicos	553.886	1.809.722
Financiamentos obtidos	272.084.367	424.875.632
Outras contas a pagar	317.202.062	308.432.343
Diferimentos	169.059.722	169.059.729
Outros passivos financeiros	-	333.112
<b>Total passivo corrente</b>	<b>761.380.844</b>	<b>906.476.570</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>1.306.924.500</b>	<b>1.453.751.595</b>
<b>Total do capital próprio e do passivo</b>	<b>1.156.386.199</b>	<b>1.579.456.917</b>

**OPTIMUS – SGPS, S.A.**  
**Balanço em 31 de dezembro de 2012 e 2011**  
**(montantes expressos em euros)**

ATIVO	Dezembro 2012	Dezembro 2011
Ativo não corrente		
Investimentos em empresas do grupo	898.609.049	165.225.190
Outros ativos não correntes	591.785.517	-
Total ativos não correntes	1.490.395.555	155.225.190
Ativos correntes		
Outras dívidas de terceiros	328.089	9.395
Outros ativos correntes	3.884.287	945
Caixa e equivalentes de caixa	5.435.041	15.857
Total de ativos correntes	9.548.136	26.197
Total ativo	1.500.043.702	165.251.387
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO		
CAPITAL PRÓPRIO		
Capita social	115.000.000	11.490.000
Prestações acessórias	144.630.000	36.530.000
Outras reservas	699.171.788	115.132.034
Dividendos antecipados	(12.250.000)	-
Resultado líquido do exercício	40.948.331	(15.347)
Total do capital próprio	977.500.092	155.236.687
PASSIVO		
Passivo não corrente		
Empréstimos de longo prazo líquidos da parcela de longo prazo	315.240.191	
Provisões para outros riscos e encargos	6.752	5.996
Total de passivos não correntes	315.245.943	5.996
Passivo corrente		
Empréstimos de curto prazo e outros empréstimos	204.087.203	40
Outras dívidas a terceiros	2.207.598	8.580
Outros passivos correntes	1.866	84
Total passivos correntes	207.236.667	8.704
Total do passivo e capital próprio	1.500.043.702	155.251.387

## ANEXO II: Guião das entrevistas

Entrevista realizada ao <i>Investor Relations</i> da Sonaecom Realizada a 12-06-2013	
Objetivos específicos da pesquisa	Guião
<p>Identificar quais as razões/ motivações para a a operação</p> <p>Identificar quais os fatores críticos da operação e os fatores de sucesso.</p>	<p>1. Quais foram as razões que levaram a que as administrações da Optimus e da Zon avançassem para um processo de fusão entre as empresas?</p> <p>2. Qual será a estratégia da nova empresa para alcançar esses objetivos?</p> <p>3. Na literatura existe evidência que confirma o fracasso de pelo menos 50% das operações de fusão e aquisição. Acha que existe algum risco de fracasso na incorporação da Optimus na Zon?</p> <p>4. A Optimus é uma empresa com grande experiência nas comunicações móveis enquanto que a Zon está mais virada para as comunicações fixas, nomeadamente para a televisão por subscrição, onde é líder de mercado. Muitos autores apontam a diversificação como um dos fatores de insucesso de muitos processos de fusão. Como vê a diversificação neste caso?</p>
<p>Identificar quais foram as etapas do processo.</p>	<p>5. Apesar de ser difícil dividir um processo de fusão por etapas, é comum que se considere cinco etapas: (i) diagnóstico estratégico; (ii) prospeção; (iii) <i>due diligence</i>; (iv) negociação e (v) integração pós-fusão.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Quais foram as etapas deste processo?</li> <li>• Quais foram as que apresentaram mais dificuldades?</li> <li>• Como foi feita a avaliação das empresas? Foi uma avaliação fácil? Que dados foram tidos em conta? Quais foram os métodos de avaliação utilizados?</li> <li>• Como será realizada a negociação entre as partes no que toca às relações de troca? Foi uma negociação pacífica?</li> </ul>
<p>Compreender como será feita a integração pós-fusão.</p>	<p>6. Recentemente foi divulgado na imprensa que a Boston Consulting Group começou a trabalhar na integração da Optimus na Zon. Esta é uma das etapas críticas de um processo de fusão, dado que muitas vezes é negligenciada pelos gestores. Como será feita esta integração?</p>
<p>Ganhos pós-fusão/Sinergias</p>	<p>7. Voltando novamente à literatura, existe evidência de que os acionistas das empresas incorporadas saem beneficiados face aos acionistas das empresas incorporantes.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tendo em conta vários aspectos, nomeadamente as relações de troca estabelecidas, acha que os acionistas da Optimus sairão beneficiados face aos acionistas da Zon?</li> </ul> <p>8. A Autoridade da Concorrência estabeleceu cinco compromissos, para que o processo se concretize.</p>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O que acha destes compromissos?</li> <li>• Acha que são justos?</li> <li>• Acha que podem comprometer o desempenho da empresa resultante da operação, e o alcance das sinergias previstas no projeto de fusão?</li> </ul>
Averiguar os impactos da concentração para a sociedade.	<p>9. Há quem defenda que a concentração de empresas possa ter efeitos nefastos para economia, nomeadamente a criação de duopólios ou monopólios. Esta foi uma das razões que levou a que a Autoridade da Concorrência levasse cerca de 6 meses a dar luz verde à operação.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acha que esta operação trará vantagens para o consumidor final?</li> </ul>

Entrevista realizada ao Departamento Jurídico da Sonaecom realizada a 12-06-2013	
Objetivos específicos da pesquisa	Guião
Identificar as diferentes etapas do processo jurídico de fusão.	<p>1. O processo jurídico inicia-se com a elaboração do projeto de fusão pelas administrações das sociedades a fundir. Como é que foi a elaboração deste projeto?</p> <p>2. Segue-se a fiscalização interna e externa do projeto de fusão. Houve alguma alteração ao projeto de fusão inicial decorrente desta fiscalização?</p> <p>3. O registo e publicidade do projeto de fusão foi realizado a 21 de janeiro. Desde então a exposição deste caso na comunicação social, aumentou significativamente. Acha que a informação avançada na comunicação social é credível e consequentemente podemos utilizá-la na nossa análise?</p> <p>4. Esta consagrado no CSC o direito à informação dos sócios, credores e representantes dos trabalhadores. Estas entidades, serviram-se deste direito para tomar as suas posições quanto à operação?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Pode-nos avançar qual a posição dos trabalhadores tanto da Zon como da Optimus quanto ao processo de fusão?</li> </ul> <p>5. Uma das condições impostas pela Eng. Isabel dos Santos e pela Sonaecom (maiores acionistas da nova empresa) para que a operação se realize é a emissão de declaração por parte da CMVM da derrogação do dever de lançamento de OPA. Nem todos os juristas concordam com esta posição. Qual a sua opinião sobre este assunto?</p>
Identificar os compromissos estabelecidos pela Autoridade da Concorrência (AdC)	<p>6. A incorporação da Optimus na Zon é uma operação que atinge os limites do n.º 1 do artigo 37.º da Lei n.º 19/2012, tornando-se obrigatória a autorização da AdC. Está previsto na mesma lei que esta decisão deve ser tomada em 30 dias, ou 90 dias caso se decida avançar para uma investigação aprofundada do processo contudo a AdC demorou cerca de sete meses para dar luz verde à operação.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Esta demora foi justificada pelo requerimento de novas informações sobre o processo. Que informações solicitou a AdC?</li> </ul> <p>7. A AdC estabeleceu cinco compromissos, três dos quais visam diretamente a Vodafone, para que o processo se concretize.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• O que acha destes compromissos?</li> <li>• Acha que são justos?</li> <li>• Acha que podem comprometer o desempenho da empresa resultante da operação, e o alcance das sinergias previstas no projeto de fusão?</li> </ul> <p>8. Houve alguma contestação por parte da Zon ou da Optimus às condições estabelecidas pela AdC, ou a negociação entre as partes foi pacífica?</p>



	9. Ainda não foi avançada nenhuma data oficial para o registo definitivo da fusão. Data em que ocorrem efetivamente os efeitos da fusão. Está para breve este registo?
Identificar o regime fiscal aplicável à operação.	10. Quais serão os impactos fiscais desta operação?

Entrevista realizada à Técnica Oficial de Contas da Sonaecom realizada a 28-06-2013	
Objetivos específicos da pesquisa	Guião
Identificar as normas de contabilidade que guiarão a contabilização da operação.	<p>1. Como será realizada a contabilização da operação?</p> <p>2. Que normas serão aplicadas na contabilização da operação?</p>
Identificar os impactos da aplicação do justo valor ao património da Optimus.	<p>3. A aplicação do justo valor ao ativos, passivos e passivos de uma entidade é um processo que pode tornar-se muito subjetivo. Quais os fatores que serão tidos em conta para essa revalorização?</p> <p>4. Haverá um impacto significativo decorrente dessa revalorização?</p> <p>5. Que tipo de ativos e passivos serão alvo de revalorização?</p> <p>6. Como será determinado o justo valor da marca (Optimus)?</p> <p>7. Acha que o facto de nos processos de fusão ser obrigatório de revalorizar todo o património da entidade incorporada para o justo valor aumenta a qualidade da informação financeira?</p>
Identificar como será mensurado o goodwill.	<p>9. O goodwill será obtido através da diferença entre o custo da concentração e o justo valor dos ativos, passivos e passivos contingentes identificáveis. Como será realizado o tratamento subsequente do goodwill?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Quais os indícios que indicam que possa estar com imparidade?</li> <li>Como são realizados os testes de imparidade?</li> </ul>
Identificar as divulgações que serão feitas no anexo às Demonstrações financeiras referentes à fusão?	10. Quais as divulgações que serão realizadas no anexo às Demonstrações financeiras decorrentes da fusão?